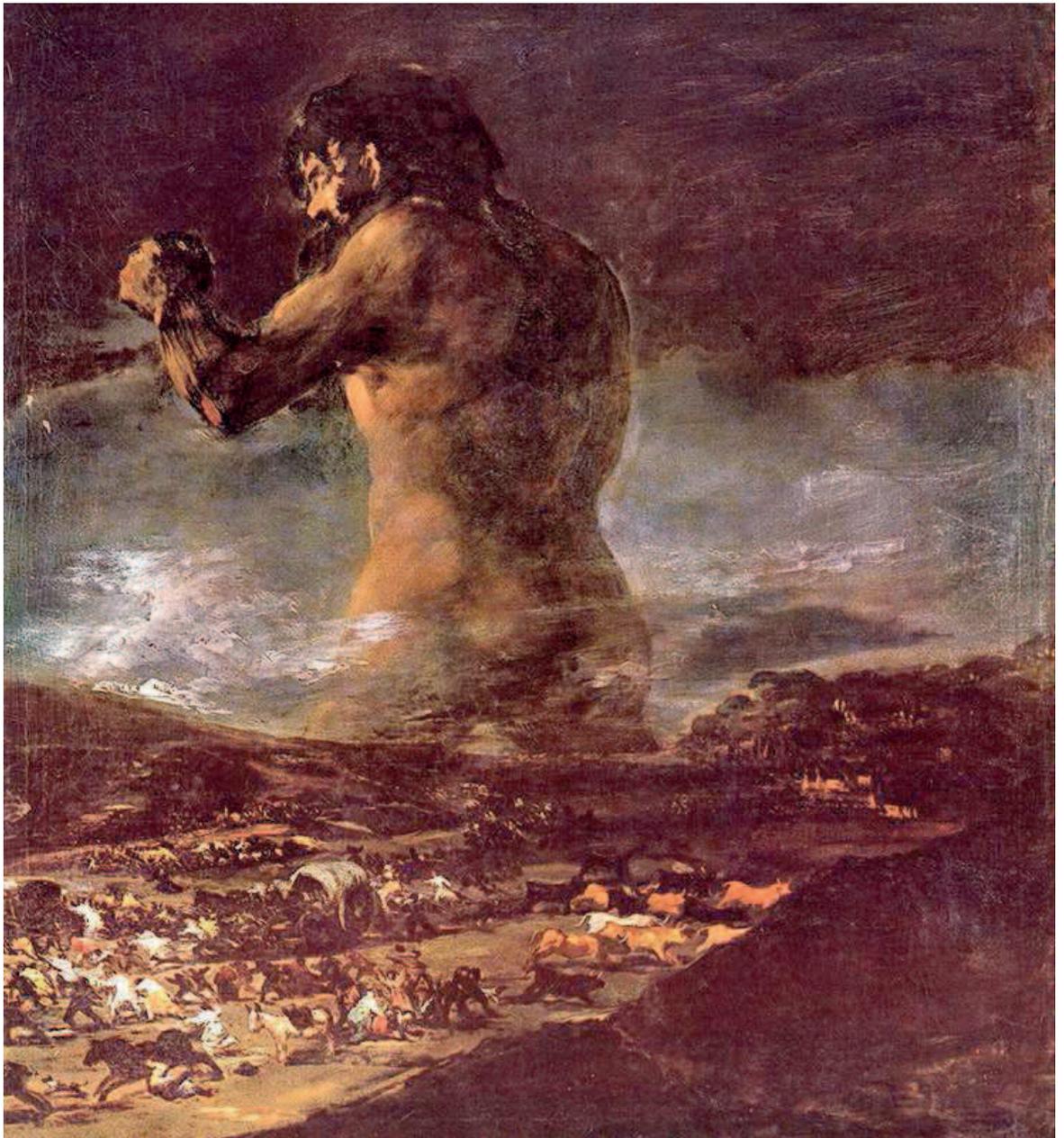


Noviembre 2014

The Case for Spain III

Plus Ultra



"El Coloso", atribuido a Francisco de Goya, 1808-1812

Ignacio de la Torre, Ph. D.
idelatorre@arcanogroup.com
+34 91 353 21 40

Sobre Arcano: la firma de referencia para invertir en España

(www.arcanogroup.com)

- Arcano es la firma independiente de asesoramiento financiero de referencia con oficinas en Madrid, Barcelona y Nueva York. Contamos con tres áreas especializadas: Banca de Inversión, Gestión de Activos y *Multifamily Office*.
- Nuestro equipo de expertos está formado por más de 70 profesionales cualificados que trabajan para ofrecer asesoramiento financiero a nuestros clientes, y respuestas adaptadas a sus necesidades con un enfoque único e independiente.
- En mercado de capitales Arcano ofrece financiación a empresas medianas a través de bonos, acciones e instrumentos híbridos. Su responsable es Constantino Gómez (cgomez@arcanogroup.com).
- A través de su mesa de valores, Arcano ha desarrollado análisis sobre oportunidades concretas de acciones y bonos con los que implementar la visión macro sobre España desarrollada en este informe. Para ideas relacionadas con acciones, Sergio Ruiz (sruiz@arcanogroup.com) es el responsable. Para ideas desarrolladas con bonos, Angel Pola (afernandezpola@arcanogroup.com).
- El departamento de Banca de Inversión de Arcano es líder en el segmento de compañías de tamaño pequeño y mediano en el mercado español, especialmente en fusiones y adquisiciones, con clientes como firmas de capital riesgo, de propiedad familiar o que cotizan en bolsa. Su responsable es Jorge Vasallo (jvasallo@arcanogroup.com).
- Arcano cuenta con un equipo especializado en el sector inmobiliario que ofrece asesoramiento financiero a empresas inmobiliarias, fondos de inversión, y grandes *family-offices*, tanto en fusiones, adquisiciones, capital privado y asesoramiento financiero en general (Borja Oria, boria@arcanogroup.com) como en soluciones de mercado de capitales (SOCIMIs, bonos, acciones, que coordina Gonzalo Roca, groca@arcanogroup.com).
- La gestora de Arcano también posee productos en formato de fondos ligados a diferentes sectores de la economía española. Su responsable es Jose Luis del Río (jldelrio@arcanogroup.com). Además, a través de su unidad de asesoramiento patrimonial, Arcano asesora las inversiones de altos patrimonios, su responsable es Iñigo Susaeta (isusaeta@arcanogroup.com).

Sobre *The Case for Spain*

- En medio de diatribas sobre la presunta quiebra de España y la ruptura del euro en Otoño de 2012, Arcano fue la primera casa de análisis en recomendar activamente la inversión en España aprovechando precios atractivos y profetizando un punto de inflexión en la macroeconomía española, muy apoyada en la revolución exportadora, mediante su primer informe ***The Case for Spain: it's the fundamentals, stupid!***
- En Otoño de 2013 Arcano auguró contra el consenso, en su segundo informe, ***Spain 2014=Alemania 2004***, que la financiación, el empleo y el consumo españoles iban a mejorar inminentemente, lo que aceleraría el PIB de 2014 muy por encima del consenso, precisamente gracias a los factores que habíamos augurado. Dichos augurios fueron recibidos con gran escepticismo por parte de mucho economista; el FMI estimaba entonces un crecimiento del 0,2% del PIB de 2014. Sin embargo, precisamente porque los factores que predijimos ocurrieron, el crecimiento acabará en el 1,3%.
- En Otoño de 2014, la tercera versión del informe, Plus Ultra analiza la recuperación del “ladrillo”, su interrelación con la financiación (la bancaria y la no bancaria) y su necesaria consecuencia: un crecimiento económico sostenido los próximos 3-4 años.

Sobre el autor¹

- Ignacio de la Torre es socio de Arcano desde 2008, y es autor de las dos anteriores versiones de este informe. Tiene 16 años de experiencia en banca de inversión y mercados de capitales, habiendo trabajado además de en la Agencia de Valores de Arcano, en los departamentos de análisis y ventas bursátiles de Deutsche Bank y UBS Investment Bank.
- El autor es profesor asociado de Economía y Finanzas en el IE Business School. Recibió un MBA por INSEAD, es doctor en Historia Medieval por la UNED, licenciado en Economía por ICADE y en Derecho por la UNED. Ha publicado cuatro libros y ganó como coautor el premio Everis en 2009.

¹ El autor agradece enormemente la valiosa ayuda proporcionada por sus compañeros Olga Núñez-Flores, Francisco Zaldívar y Luis Casas en la confección del informe.

Resumen Ejecutivo

“El mercado ha pronosticado diez de las últimas tres recesiones”.

El semanario británico *The Economist*, en su edición “The World in 2014”, publicada en Octubre de 2013 (fecha en la que Arcano emitía su segundo informe sobre España), predecía que la economía española volvería a caer en 2014¹. La realidad, un año después, es que la economía española crecerá en torno a un 1,3% en dicho ejercicio. Por otro lado, España, que en muchas zonas de Europa y especialmente en Alemania era considerada como “el enfermo de Europa” ha pasado pronto a generar admiración por su crecimiento. Así, en Septiembre de 2014, Hans-Joachim Massenber, directivo de la asociación de banca alemana, afirmó que España podía convertirse en la locomotora de Europa.

¿Qué ha ocurrido para que se produzca un cambio de percepción y de realidad tan súbito? Este tercer informe sobre España intenta explicar en detalle dicha aceleración, analizando los sofisticados circuitos de interconexión entre el mundo financiero y el económico, y cómo dichos circuitos, que pueden actuar muy dolorosamente a la baja en un país, también pueden espolear rápidamente a una economía al alza.

Concretamente, afirmamos que:

- El sector constructor e inmobiliario español, muy relevantes a efectos del PIB, de empleo y de recaudación, están iniciando ya la senda de la recuperación, que será sostenida en el tiempo.
- La vivienda española, cuyo precio se ha reducido alrededor de un 40%, no sólo dejará de caer, sino que subirá de precio antes de lo que se vaticina.
- La financiación a la economía española ha pasado del “ni está ni se la espera” al “está y se acelera”. En concreto analizamos las profundas razones que explican porqué el crédito bancario y el no bancario se aceleran, y cómo dicho entorno financiero incrementará el crecimiento de la economía y el valor de los activos. Los recientes stress tests en los que la banca española ha salido muy reforzada son el mejor exponente.
- Las exportaciones españolas, que representan ya más de un tercio del PIB (porcentaje superior al de los EE. UU., Italia, Reino Unido o Francia) seguirán durante un buen tiempo actuando como motor de la economía, y saneando la balanza de cuenta corriente. El potencial que siguen presentando las exportaciones es enorme (por ejemplo España exporta más a Portugal que a toda Iberoamérica).
- El empleo español va a seguir sorprendiendo al alza, vaticinando la reducción de desempleo a un ritmo superior a las 450.000 personas al año desde 2015.
- El referido entorno de financiación creciente y creación de empleo van íntimamente ligados a la aceleración de inversiones y consumo, lo que provocará crecimientos del PIB superiores al 2% durante los próximos años, a la vanguardia de la zona euro. Además, el crecimiento económico español está sostenido sobre dos pilares, demanda externa e interna, y no ya sólo sobre demanda externa, lo que reduce su riesgo.
- El crecimiento de España en 2015 podría situarse por encima de las estimaciones de Gobierno y consenso (2%) debido a varios factores que benefician mucho a España: a) la caída del petróleo (que se sitúa ya en 80 dólares frente a los 103 presupuestados por el Gobierno), b) la depreciación del euro (a niveles de 1,25 frente al dólar, vs. una estimación del Gobierno a 1,37), c) el estímulo monetario del BCE (una expansión de su balance que podría ser equivalente a un 5% del PIB de la zona euro) y d) la política fiscal que por primera vez desde 2009 dejará de contraer el PIB.

A pesar de los elementos anteriores, el país presenta todavía enormes riesgos, riesgos profusamente descritos en el último capítulo, y entre los que destacan el enorme desempleo estructural (que minorará el crecimiento económico de largo plazo), una profunda crisis demográfica e institucional y un muy elevado nivel de deuda total (tres veces el PIB) que no termina de bajar, y de la que una tercera parte es deuda externa.

Con todo, España en 2014 presenta un perfil de riesgo mucho más reducido que en 2007 debido a que: i) ha convertido su enorme déficit de cuenta corriente en un superávit, ii) ha realizado reformas estructurales que el país no había acometido en décadas, lo que sienta bases para un crecimiento más sostenible, y iii) ha reducido enormemente la dependencia del crédito; así, si en 2007 el saldo de crédito vivo aumentó en €80.000 mm. para permitir que el PIB creciera en €68.000 mm., en 2014, a pesar de que el crédito vivo cae en €40.000 mm., el PIB crecerá en €13.000 mm. aproximadamente². La economía española es mucho más sana y sostenible.

En nuestra opinión las oportunidades que presenta España son superiores a los riesgos descritos. La clave, con todo, será si se aprovechan los años buenos para minimizar los riesgos latentes, o si, una vez más, los años buenos servirán para ignorar los riesgos, de forma que estos a medio plazo vuelvan a asestar duros golpes al país.

¹ “The World in 2014”. *The Economist*, 30 de Octubre de 2013, p. 104.

² El PIB en 2007 creció un 3,5% y en 2014 subirá un 1,3%.

Sumario

Introducción	8
1. Llega la recuperación inmobiliaria en España.....	11
2. La mejora de la financiación acelera la economía española	25
3. Aceleración de la demanda	44
4. Los diez riesgos de la economía española.....	59

Introducción

“Sábetete, Sancho, que no es un hombre más que otro si no hace más que otro. Todas estas borrascas que nos suceden son señales de que presto ha de serenar el tiempo y han de sucedernos bien las cosas; porque no es posible que el mal ni el bien sean durables, y de aquí se sigue que, habiendo durado mucho el mal, el bien está ya cerca”.

Cervantes, Don Quijote

Las columnas de Hércules y el *non plus ultra*

La mitología griega afirma que el décimo trabajo encomendado al héroe y futuro semi-Dios Hércules consistía en buscar y trasladar el ganado de Gerión, para lo que tendría que derrotar a un perro de dos cabezas y a una hidra. El ganado a la sazón estaba situado en el extremo occidental del mundo, en la mítica isla de Eritrea, cerca del actual estrecho de Gibraltar. Tras ejecutar su trabajo eliminando a tan malignas criaturas, Hércules, para conmemorar su hazaña, plantó dos enormes columnas, una en Gibraltar, y otra en la actual Ceuta. En versiones mitológicas más cercanas al mundo romano se afirma que el mar Mediterráneo estaba entonces cerrado en su vertiente occidental, y Hércules abrió el estrecho empujando en dirección inversa dos montañas (la de Gibraltar y la de Ceuta), que corresponderían con las dos columnas. Como el mundo conocido acababa en dicho estrecho, en la antigüedad clásica se repetía un lema que presidía la navegación del estrecho: *non plus ultra*, que no se navegue más allá, ya que el mundo se acababa en esos confines.

Tras el descubrimiento de América en 1492, los españoles poco a poco fueron asentándose en el nuevo continente. En 1519, el joven Rey Carlos I (que un año más tarde asumiría también el título de Emperador del Sacro Imperio Romano Germánico), incorporó, por consejo de su médico, el humanista italiano Luigi Marliano, el lema *Plus Ultra* (más allá) en su escudo. Mediante la introducción de dichas palabras, el Rey quería reflejar cómo su pueblo había sido capaz mediante el descubrimiento y la población del nuevo continente de desafiar a una prohibición de siglos inculcada por Grecia y por Roma. Dicho lema, y las columnas de Hércules sobre las que se expone, son todavía hoy, cinco siglos después, parte del escudo de la nación española.

Escudo de España, *Plus Ultra* y las columnas de Hércules



The Case for Spain I

En 2012 comenzamos a escribir la serie de informes *The Case for Spain*. Por entonces el debate general entre bancos de inversión y medios de comunicación más o menos sofisticados se situaba sobre la quiebra de España (la última quiebra de España no obstante había tenido lugar en 1883) o sobre el momento de ruptura del euro. Nuestro informe fue el primero en documentar en profundidad porqué la España de 2012 era una oportunidad única de inversión, y justificar por qué el modelo económico presentaba un futuro prometedor a través del sector exportador.

Concretamente, en sus ochenta páginas exponíamos cómo España era un país solvente pero ilíquido, y dada la liquidez habilitada, España no habría de quebrar. También razonamos porqué el euro iba a sostenerse, y explicábamos cómo la revolución exportadora sacaría a España de la recesión y provocaría que el país generara un superávit de cuenta corriente en 2013 (muchos amigos nos miraban como si viniéramos de Marte ante tales vaticinios).

Además explicábamos porqué los círculos viciosos que infectaban e interrelacionaban al sector inmobiliario, bancario y soberano se estaban dando la vuelta, de lo que redundaría una fuerte contracción de la prima de riesgo. De dichos motivos, unidos a unos precios de los activos en mínimos históricos (en verano de 2012 el bono soberano ofrecía rentabilidades superiores al 7,5%, el IBEX se situaba en niveles inferiores a 6.000, y muchas empresas se vendían a menos de cinco veces EBITDA), se colegía que la oportunidad para invertir en España ese año era histórica, como efectivamente fue.

The Case for Spain II

En 2013 el punto de inflexión era ya un hecho, pero la crítica era constante: España no podía ir muy lejos sin que se arreglara la financiación y la demanda interna, y el consenso apostaba decididamente porque quedaban muchos años para que ambos factores mejoraran, de lo que se deducía que España estaría mucho tiempo a la sombra (se habló de una “década perdida”). Un famoso banco de inversión norteamericano predecía por aquél entonces sobre España que seguían percibiendo signos negativos y que el crecimiento apuntaba a una recuperación muy lenta.

Con nuestro segundo informe (Otoño 2013) afirmamos justamente lo contrario: que la financiación y la demanda interna (consumo e inversión) estaban a punto de recuperarse, añadiendo un segundo pilar a la recuperación, como efectivamente sucedió durante 2014. También vaticinábamos cómo España podría crear empleo con cotas de crecimiento muy pequeñas (la mayoría de los analistas vaticinaba entonces cero creación de empleo para 2014). La realidad es que durante 2014 España habrá generado casi 300.000 puestos de trabajo netos. Al informe le dimos seguimiento con predicciones como la que realizamos en Enero de 2014 afirmando que España crecería más que la zona euro este ejercicio, algo que por entonces parecía descabellado y sin embargo ha ocurrido.

John Galbraith afirmó en una cita famosa que “las predicciones económicas hacen de la astrología una ciencia respetable”. Creemos que la humildad es un elemento clave para cualquier analista, y aunque hayamos acertado al haber sido los primeros en realizar aseveraciones como las arriba expuestas, afirmaciones entonces muy atrevidas y opuestas al consenso, también hemos realizado vaticinios incorrectos. Así, pronosticamos un crecimiento de exportaciones en 2014 que no se ha producido en dicha intensidad, por factores que detallamos en el capítulo consignado a la demanda. Como consecuencia, el superávit de cuenta corriente español, que, pensábamos habría de crecer, se ha reducido durante 2014, en parte también explicado por la fortaleza de las importaciones. A su vez, el espíritu emprendedor desatado en España desde que se inició la crisis, provocaba, según explicábamos, un ritmo de creación de nuevas empresas que podía llegar a cotas históricas. Lamentablemente durante 2014 la creación de nuevas empresas sube menos de un 1% frente al año anterior.

En cualquier caso, nosotros no escribimos bajo la protección del otro lema latino, *rebus sic stantibus*, empleado por algún economista, y que viene a decir que los vaticinios se realizan asumiendo “que todo lo demás sigue igual”. En esas condiciones es muy difícil proporcionar buenas recomendaciones de inversión¹. La economía y las finanzas hay que analizarlas como cuerpos mutantes, y es precisamente ese dinamismo lo que hace de su análisis un apasionante trabajo a la vez que un reto formidable.

¹ Bajo esta cláusula un importante analista de economía de un banco de inversión global predijo en Mayo de 2007 que “las posibilidades de una recesión global eran del 0%”, y el FMI en verano de 2008 afirmó que “lo peor de la crisis ha pasado ya”.

The Case for Spain III: Plus Ultra

Este tercer informe, **Plus Ultra**, defiende la tesis de que los procesos desarrollados en la economía española provocarán una serie de círculos virtuosos que llevarán a que la recuperación no sea pasajera. Irá más allá.

En nuestros diferentes informes hemos querido siempre reflejar con contundencia los enormes riesgos que España aún afronta. En este informe dichos riesgos están concentrados en un capítulo *ad-hoc*. Si los dos primeros informes fueron conocidos por exponer los veinte mitos más repetidos (y falsos) de la economía española, en esta tercera versión mutamos dicha sección hacia un capítulo enteramente consagrado a “los diez riesgos que afronta la economía española”. El décimo riesgo, el más importante de todos, actúa a modo de conclusión del informe y explicación de la portada.

Sin embargo, creemos que a España le quedan unos años muy positivos en lo que resta de década². El motivo no es otro que la concatenación de una incipiente recuperación inmobiliaria, el incremento de la llegada de la financiación, y la interrelación de dichos factores con la aceleración de la demanda, encontrando su máxima expresión en la fuerte creación de empleo que vaticinamos.

Así, una vez más, después de casi cinco siglos, observaremos cómo el esfuerzo colectivo puede con un cliché. El *non plus ultra* de los agoreros ha sido batido por el costoso sacrificio de todos, y de esa victoria redonda el lema que ilustra este informe, lema que nos augura unos merecidos años de bonanza: *Plus Ultra*; crecimiento continuado sobre dos columnas: demanda externa e interna.

² Paradójicamente si los factores positivos, como el crédito, se aceleran demasiado como hoy ocurre en China, entonces avisaremos de que España no es una buena inversión.

I. Llega la recuperación inmobiliaria en España

“Sólo me creo las estadísticas que he manipulado personalmente”.

Atribuido a Winston Churchill

Introducción: importancia del sector constructor / inmobiliario

Como expondremos más adelante, durante 2014 diversas SOCIMIs, o entidades de inversión inmobiliaria cotizadas en bolsa levantaron una importante cantidad de fondos proveniente en su mayor parte del extranjero para invertir en el sector inmobiliario español. A finales de 2014 una empresa de Zaragoza mayoritariamente propiedad de una familia procedió a vender una nave industrial a una SOCIMI, reinvertiendo una parte sustancial de los fondos obtenidos por la familia en ampliar la capacidad productiva de su empresa familiar. De esta forma se transformaba rápidamente patrimonio inmobiliario en patrimonio financiero.

En *The Case for Spain I* señalábamos como debilidad del ahorro español su enorme concentración en riqueza inmobiliaria (80% del total comparado con niveles cercanos al 50% en otras economías occidentales), lo que devengaba en iliquidez. Sin embargo, la llegada de liquidez extranjera al mercado inmobiliario español ha propiciado la rápida conversión de activo inmobiliario en financiero, generando la necesaria liquidez en la economía para impulsar la inversión.

El ejemplo de dicha transacción en Zaragoza muestra que:

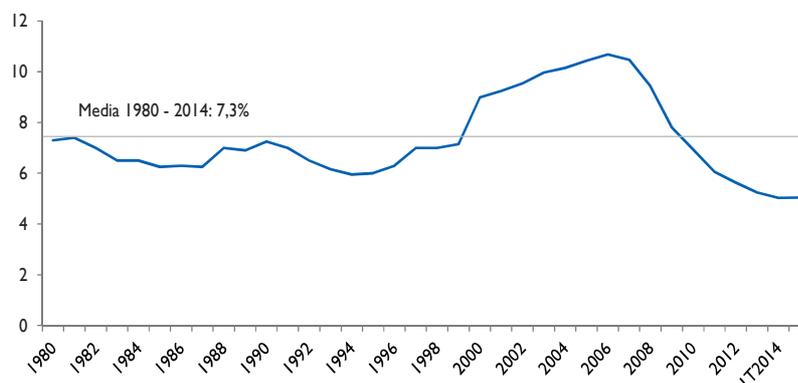
- **Primero:** la liquidez extranjera está siendo canalizada hacia el sector inmobiliario por diferentes medios.
- **Segundo:** la liquidez genera demanda hacia los inmuebles, y por lo tanto ésta acabará afectando positivamente a los precios inmobiliarios.
- **Tercero:** la conversión de patrimonio inmobiliario en financiero convierte a la economía española en menos vulnerable, y susceptible de canalizar la liquidez obtenida de la venta de activos inmobiliarios hacia actividades empresariales muy productivas.

La crisis económica española está íntimamente asociada a la crisis inmobiliaria, que a su vez depende de la crisis financiera. En el siguiente capítulo expondremos cómo se ha producido un claro punto de inflexión en la financiación. Este punto de inflexión está gestando un cambio de tendencia en el ciclo inmobiliario. La recuperación del sector tendrá lugar antes de lo que muchos pronostican.

Como antesala, es importante recalcar el crucial papel desempeñado por el sector en una economía.

- **Primero:** el sector constructor/inmobiliario, que ha tendido a representar un 7,3% del PIB español, subió hasta el 12% antes de la crisis, para situarse actualmente (2014) en niveles cercanos al 5%, lo que a priori genera un potencial alcista de casi un 2,5% del PIB sin necesidad de acudir a sobrecalentamientos.

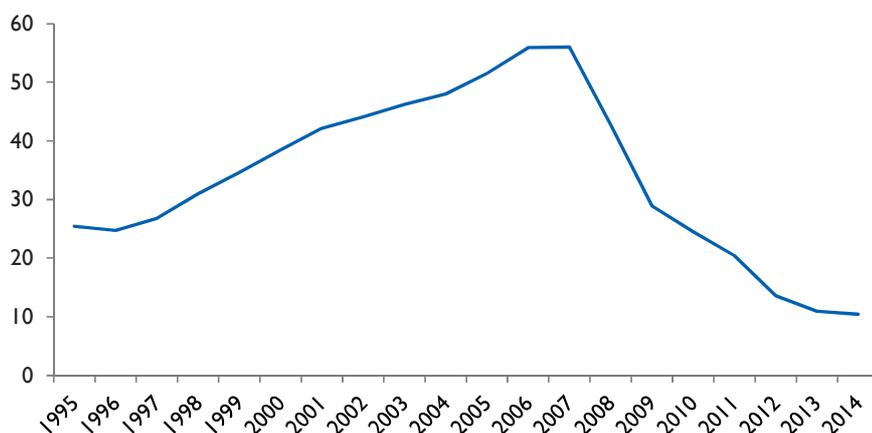
Tabla I.1. Inversiones en construcción (% del PIB)



Fuente: INE

- **Segundo:** el sector es muy intenso en empleo, lo que provoca que su crecimiento o decrecimiento presenta enormes consecuencias en las bolsas de empleo o de desempleo, lo que a su vez repercute en el consumo.
- **Tercero:** el ciclo del sector está íntimamente relacionado con el ciclo del sector financiero; en épocas de subidas de precios de inmuebles el sector financiero tiende a acelerar la expansión crediticia, lo que, además de fomentar la subida de precios inmobiliarios en un proceso de retroalimentación, acelera a su vez más el PIB (a veces hasta niveles peligrosos) y en época de contracción sucede el fenómeno contrario, lo que exacerba el ciclo de producción y empleo. Además, el sector tiende a comportarse bien en épocas de tipos bajos, ya que el acceso al crédito impulsa la demanda de las familias.
- **Cuarto:** el sector es muy intensivo en impuestos (por ejemplo al comprar una casa usada se suele pagar un impuesto que puede representar entre un 6% y un 8% del precio de transferencia, niveles muy superiores a otros países occidentales); al crecer el sector se recaudan muchos impuestos de naturaleza cíclica, y al caer las ventas dicha recaudación se reduce, originando un boquete fiscal, lo que impide bajar otros impuestos que podrían fomentar el consumo. Así, los impuestos directamente relacionados con el sector ascendieron en 2006 a unos €43.000 mm. en 2006, mientras que en 2013 alcanzaron sólo €9.300 m.
- **Quinto:** el sector está también íntimamente relacionado con el sector auxiliar. Por ejemplo, al comprarnos una casa nos compramos también una televisión, muebles y se anima además a la industria de materiales de construcción (cemento, tejas...). La industria auxiliar puede llegar a representar la mitad de lo que representa el sector constructor/inmobiliario en porcentaje del PIB. Como se observa en la siguiente gráfica, el hundimiento del sector constructor español hacia niveles históricamente bajos también lleva parejos niveles anormalmente bajos en la industria asociada, como la cementera, que ha pasado de vender 56 millones de toneladas en 2007 a 11 millones hoy.

Tabla I.2. Consumo de cemento en España (millones de toneladas)



Fuente: INE

- **Sexto:** Por último, la subida o bajada de los precios de las casas provoca el denominado “efecto riqueza”. Así, las subidas nos hacen sentirnos más ricos, lo que a su vez provoca mayor nivel de consumo, y viceversa.

¿Por qué llega un ciclo inmobiliario alcista?

Tras seis años de crisis provocada por los excesos inmobiliarios pasados¹, el consenso de analistas pronostica que aún queda mucho tiempo de purga antes de contemplar una recuperación del sector y un cambio de ciclo en los precios inmobiliarios.

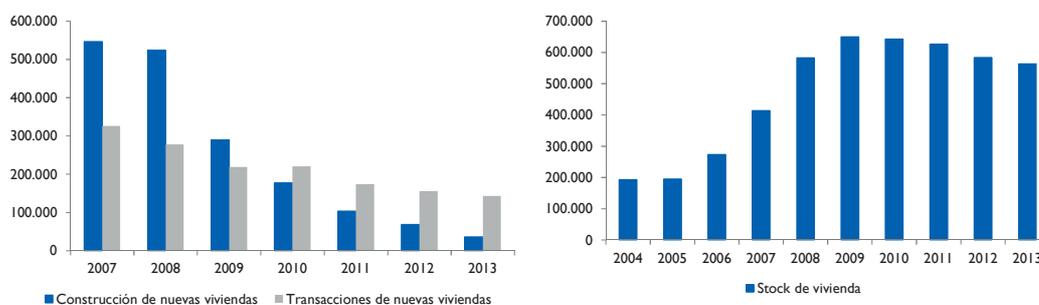
En nuestra opinión el consenso se equivoca. Expongamos primero los argumentos que se emplean para defender la tesis de la duración de la purga:

Argumentos del consenso: “el ciclo inmobiliario permanecerá deprimido varios años”

Primero: el stock de vivienda vacía (que las diferentes fuentes cuantifican en amplios rangos que oscilan entre los 0,58 y los 1,7 millones de casas vacías²) es extremadamente elevado, mientras no se reduzca drásticamente es impensable una recuperación en la construcción de nuevos hogares o en subidas de precios de casas.

Como se observa en la siguiente tabla, el stock es la consecuencia de haber construido varios años muchas más casas que las que se vendían; ahora estamos en el proceso contrario, se venden más que las que se construyen (desequilibrios que señalamos en los círculos), pero el ritmo de ajuste es lento.

Tabla 1.3. Construcciones y transacciones de vivienda nueva (LHS) y stock de vivienda nueva (RHS)



Fuente: INE

Segundo: los precios de las casas han caído entre un 30% y un 45% según el indicador que se mire³. Sin embargo, a pesar de la caída siguen situándose en niveles de relación precios sobre renta bruta (la ratio⁴ ha bajado desde siete veces a 5,2x, pero sigue por encima de históricos entre 4 y 5 veces)⁵, por lo tanto hace falta otro 10% de caída los próximos dos años para que se sitúe en niveles históricos, y a partir de ahí la recuperación será lenta y gradual.

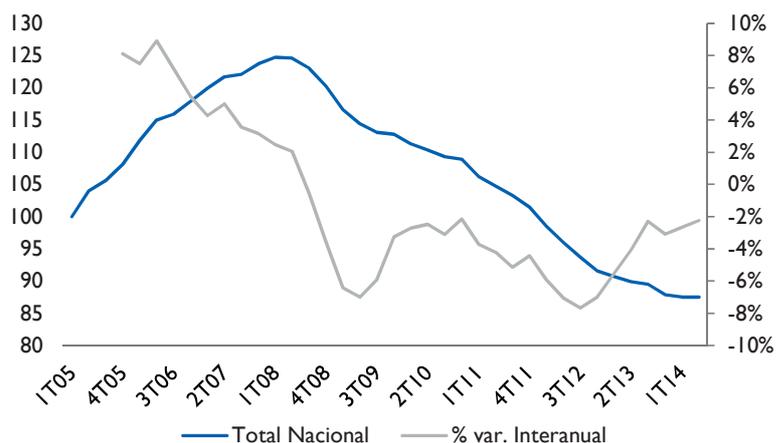
¹ España construía más casas que Alemania, Italia y Francia juntas.

² La diferencia estriba fundamentalmente entre casas construidas sin vender y casas vacías. En nuestra opinión, a efectos macroeconómicos la cifra importante es la de casas construidas sin vender, y por lo tanto la cifra relevante es la primera (la inferior). Existe, en cualquier caso, un problema evidente en la ratio de reposición de vivienda de segunda mano (unos cinco años para conseguir vender una casa), y aquí el papel de SOCIMIs que inviertan en residencial para alquiler será clave como expondremos más adelante.

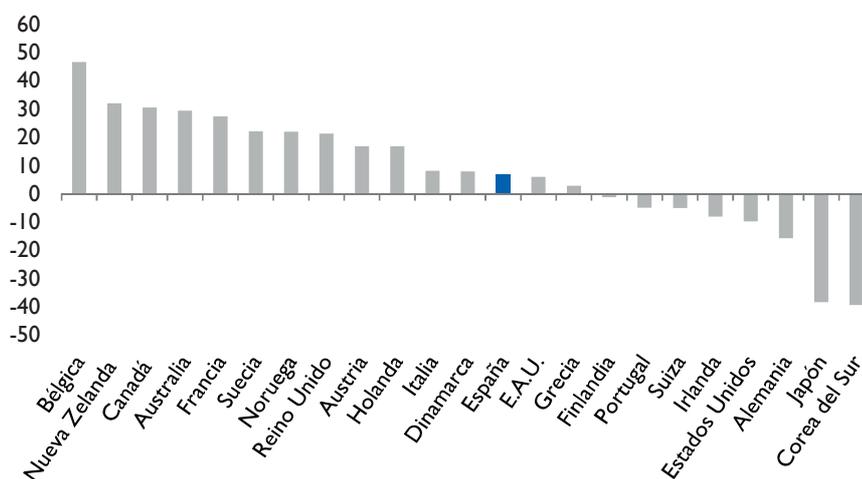
³ En el apéndice de este informe proporcionamos una explicación de cada indicador de precios de vivienda, con sus características asociadas. En general es importante distinguir caída nominal de real (ajustada por inflación) la más relevante es la real, y se puede afirmar que la caída ha sido de un 40%.

⁴ Medida que indica la capacidad de adquisición de un artículo, indexados a los ingresos de la población.

⁵ La relación entre precios sobre alquiler ya alcanza la media histórica.

Tabla I.4. Evolución del precio de la vivienda en España

Fuente: Ministerio de Fomento

Tabla I.5. Sobre o infravaloración de la vivienda en función de la ratio precio/renta vs. promedios históricos

Fuente: OCDE

Tercero: para que se produzca una mejora en el sector, es fundamental que mejore la financiación, y la financiación al sector ni está ni se la espera.

En nuestra opinión, aunque muchos de estos pensamientos con correctos, han de ser matizados, y la conclusión que emanan es incorrecta.

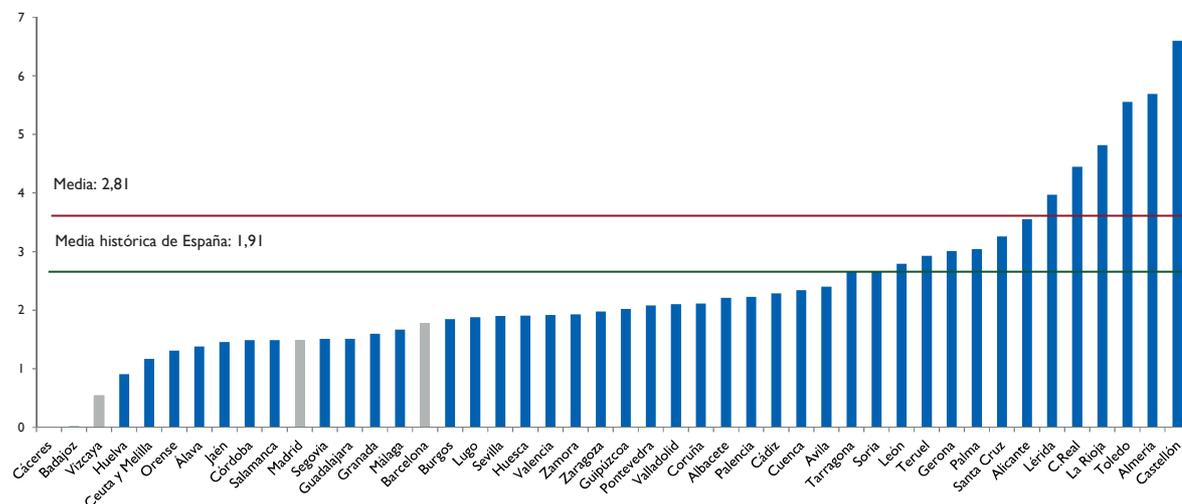
El stock de vivienda vacía y la construcción de hogares

Es cierto que el stock de vivienda, en 0,6 millón de unidades vacías (bajando a un ritmo de 0,1 millones al año) es elevado⁶. Sin embargo la clave no es analizar la cifra agregada, sino su distribución geográfica. Así, si el stock es muy reducido (medido en porcentaje del total de casas) en una provincia como Vizcaya y sin embargo muy abultado en otra provincia como Castellón, podremos perfectamente ver cómo en Vizcaya se recuperan antes los precios y las iniciaciones de nuevos hogares aunque la situación siga deprimida en Castellón. Cuando se analiza la distribución del stock se percibe que existen enormes irregularidades, con una concentración del stock muy relevante (54%) en Andalucía, Valencia y Castilla La Mancha, tres importantes Comunidades, pero que sin embargo representan menos de un tercio del PIB español. En otras importantes zonas como Madrid, País Vasco o Cataluña, la situación del stock

⁶ No obstante una parte del stock (aprox. 100.000 unidades) nunca será vendido, debido a su construcción en emplazamientos erróneos y a tendencias demográficas y podría ser demolido.

no es tan elevada. Es especialmente interesante que estas tres últimas Comunidades, que son muy relevantes a efectos del PIB (aproximadamente un 43%), presentan saldos de stock sobre viviendas totales no sólo inferiores a la media nacional (3%), sino inferiores a la media histórica (2%), señal de que puede gestarse una incipiente recuperación en precios y actividad en esas zonas. Esta asimetría explica por ejemplo porqué las compraventas de casas en zonas como Madrid y Barcelona crecen en 2014 a más del doble que la media nacional.

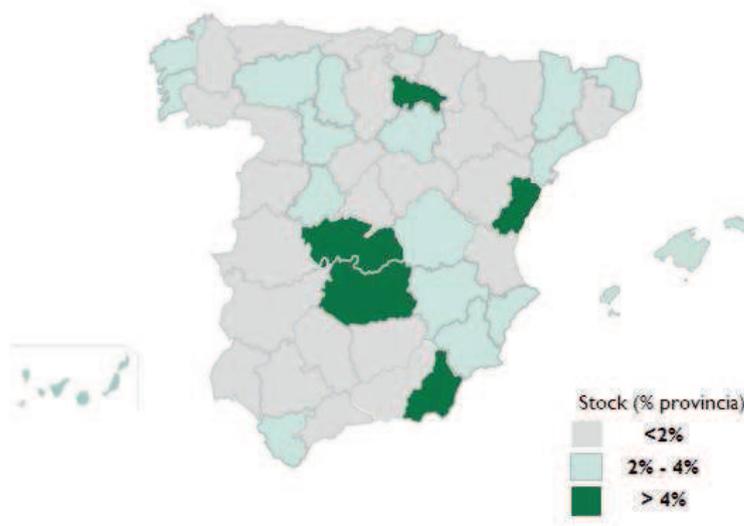
Tabla I.6. Porcentaje stock viviendas / Parque viviendas 2013



Fuente: Ministerio de Fomento y Arcano

Si se analiza la relación entre stock y parque de viviendas por regiones se puede observar dicha irregularidad.

Tabla I.7. Proporción de stock sobre el parque de viviendas

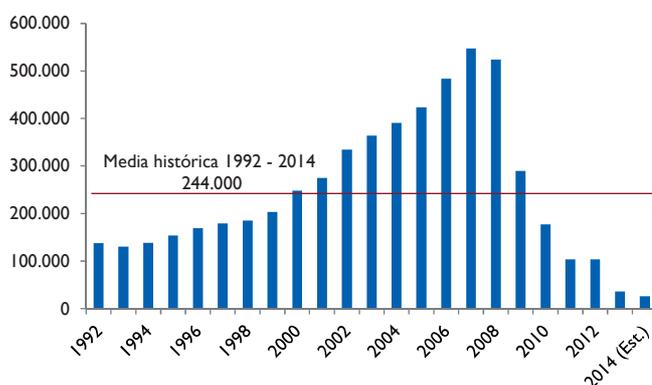


Fuente: Ministerio de Fomento

Además hay que analizar la distribución del stock dentro de una misma provincia. Así, si por ejemplo desaparece el stock en la parte noroeste de Madrid pero sigue habiendo stock en las ciudades del sur, probablemente observemos cómo los precios de las casas del norte suben, y cómo los promotores comienzan a incoar viviendas en la zona norte, eso a pesar de que el stock del sur no ha desaparecido. En nuestra opinión esta particular e irregular situación afecta ya a zonas con un peso muy relevante en el PIB español, los promotores han entendido la oportunidad, y se comienza a engrasar la maquinaria para iniciar la construcción de vivienda.

Es importante volver a resaltar que los puntos de partida son tan exigüos, 35.000 casas iniciadas al año⁷ (una tercera parte de las construidas en la recesión de 1959, cuando había 25 millones de españoles), que lo que vamos a afrontar en el futuro no es más que la normalización de dichas iniciaciones, hasta niveles medianos históricamente hablando (unas 200.000 casas al año que contrasta con las 244.000 de media histórica⁸), como se muestra en la siguiente tabla. Este proceso lento pero paulatino de recuperación tendrá a su vez mucha incidencia en el empleo (se puede generar 0,5 millones de puestos de trabajo directos⁹).

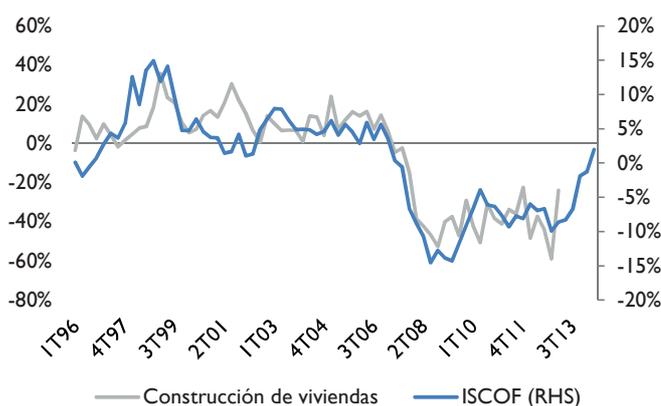
Tabla I.8. Construcción de vivienda nueva (número de viviendas certificadas)



Fuente: Ministerio de Fomento, Arcano

De hecho la condición necesaria para la recuperación es la mejora en la confianza del sector constructor, cuando ésta mejora, mejora con el tiempo la construcción de vivienda. La confianza (ISCOF¹⁰, equivalente al NAHB¹¹ en EE. UU.) ha mejorado ya, entrando en positivo por primera vez desde 2007. A su vez el sector constructor ha comenzado a contratar (durante el segundo y tercer trimestre de 2014 ha contratado a más de 80.000 personas); por otro lado el sector constructor comenzó a aportar positivamente al PIB español el segundo trimestre de 2014 (crecimiento del 0,9% intertrimestral, el más elevado de la zona euro).

Tabla I.9. ISCOF vs. construcción viviendas (t-4)



Fuente: Ministerio de Fomento

⁷ Fuente: Ministerio de Fomento, siguiendo las certificaciones de fin de obra Julio 2013- Julio 2014.

⁸ Que en parte podrían estar explicadas por el flujo migratorio. En contra de lo que se piensa, aunque el país ahora genera emigración en términos netos, la población sigue constante, en 46,5 millones desde inicio de la crisis, y la población activa no ha disminuido, ha aumentado en 0,5 millones.

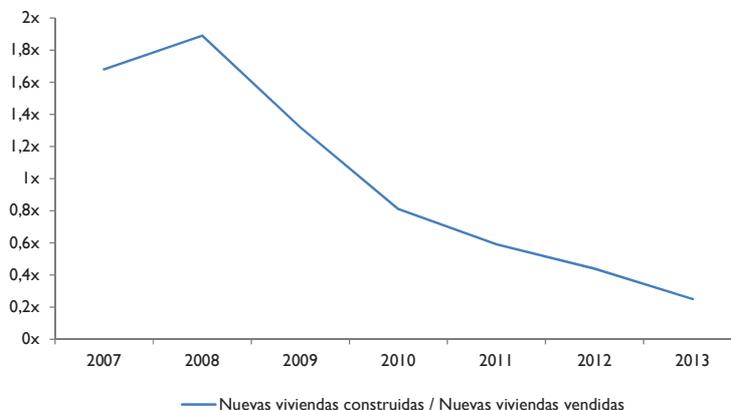
⁹ Aproximadamente, por cada punto de PIB que varía la construcción se destruyen o se crean 230.000 puestos de trabajo, luego si subimos del 5% al 7,3% se crearían unos 530.000 puestos de trabajo.

¹⁰ El Ministerio de Economía utiliza el índice ISCOF para anticipar cambios de tendencia. Este índice tiene en cuenta las ventas de viviendas, las viviendas comenzadas, las peticiones de permisos para construcción, los trabajadores afiliados y la demanda de materiales de construcción.

¹¹ National Association of Home Builders, EE. UU.

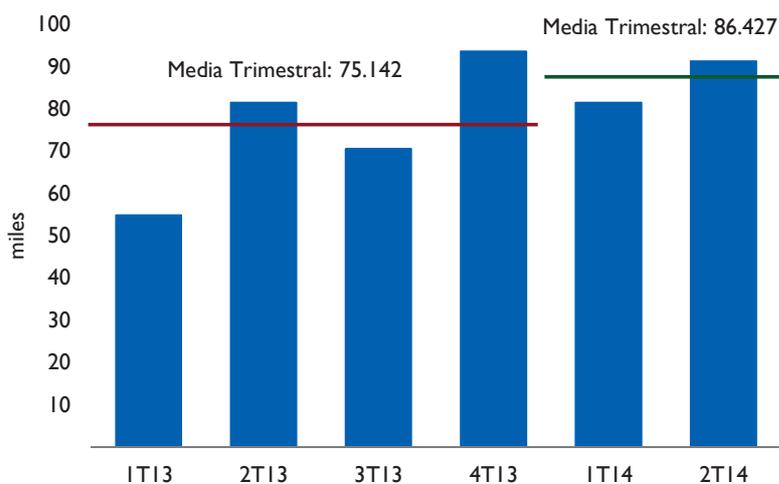
Además, dado que la construcción anual de casas (unas 35.000) se sitúa en una ratio bien por debajo de la venta de nuevas casas, unas 150.000 al año¹² (situación inversa a la que se producía en 2006, u hoy en China por ejemplo), a medida que se extingue el *stock* en ciertas zonas de España, la construcción de hogares ha de subir.

Tabla I.10. Ratio de viviendas construidas sobre venta de viviendas nuevas



Fuente: INE

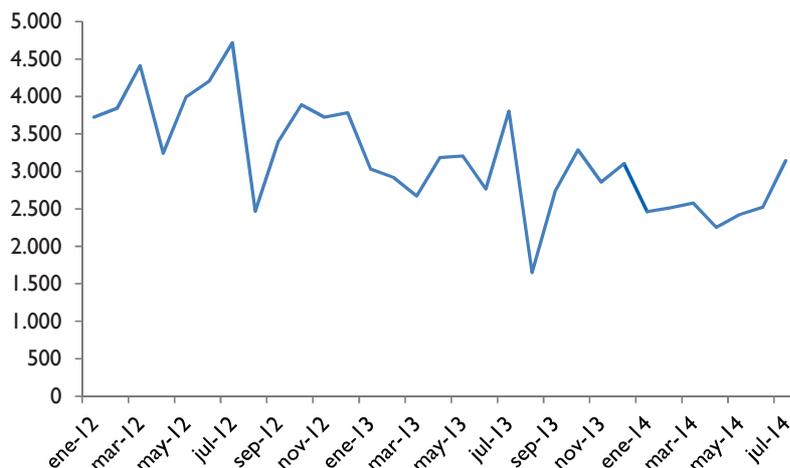
Tabla I.11 Transacciones de vivienda en España (trimestral)



Fuente: Ministerio de Fomento

La tendencia se acentuará ante la mejora gradual del mercado de compraventas, que desde 2014 está subiendo (a un ritmo cercano al 15% según Ministerio de Fomento) lo que progresivamente acelerará la desaparición del *stock* y generará la construcción de nueva vivienda.

¹² Frente a un máximo histórico de 326.000

Tabla I.12 Viviendas construidas (unidades)

Fuente: Ministerio de Fomento

Por otro lado, el *stock* se ve afectado por la demanda y oferta como desarrollamos más adelante. Es relevante el punto de inflexión que se está generando en la demanda y oferta de suelo. Frente a una situación pasada en la que el suelo no salía a mercado porque era mantenido en su balance a precios hinchados por bancos y cajas, hoy tras fuertes provisiones (cerca de un 80%) los bancos están transaccionando. Además, la transferencia de importantes volúmenes de suelo al SAREB (el mal llamado “banco malo” español, que aglutina los activos tóxicos relacionados con el sector inmobiliario) también ha facilitado que éste último comience a sacar suelo a mercado, facilitando la promoción. Por otro lado, el universo inversor en promoción está mejorando rápidamente, con importantes fondos de inversión y *family offices* financiando la promoción de viviendas, y los bancos volviendo a conceder hipotecas como señalamos más abajo. Por último las cooperativas de vivienda, muy necesarias en el ciclo bajista del sector, también se están reactivando en el contexto actual, generando más iniciación de hogares.

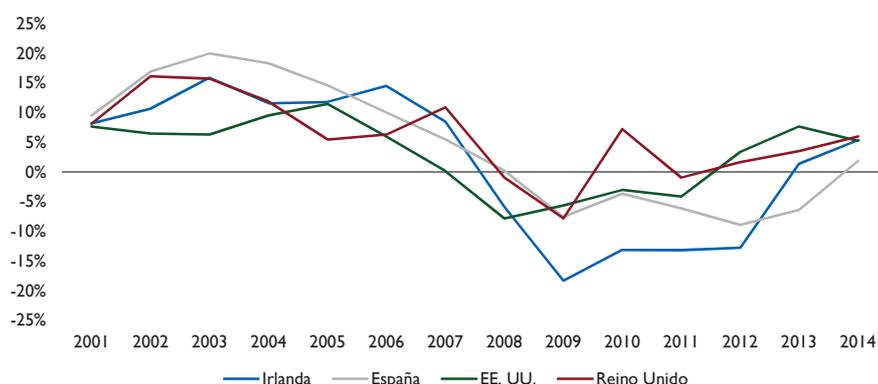
La tendencia del mercado por lo tanto sólo puede ser una: al alza.

Los precios inmobiliarios

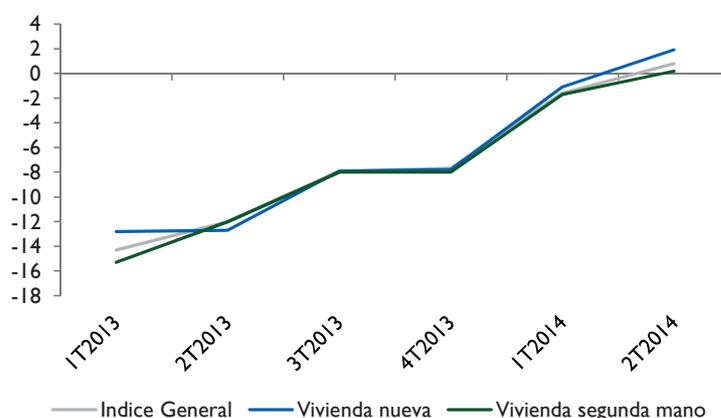
Como exponíamos más arriba, tras abultadas caídas de precios (34% en primera vivienda y 45% en vacacional), muy pocos analistas pronostican una recuperación de los precios de la vivienda, alegando sobre todo las relaciones históricas entre precios y capacidad de compra, situándose por lo tanto el consenso en que aún nos esperaba un tiempo (entre 1 a 3 años) de contracción de precios y actividad inmobiliaria.

Arcano, en *The Case for Spain II* afirmaba que el razonamiento del consenso podría ser incompleto, esgrimiendo una serie de razones al respecto y augurando una recuperación en precios mucho más rápida que la que defendía el consenso.

Durante el segundo trimestre de 2014 los indicadores de precios de inmuebles del INE anunciaron que los precios de los inmuebles habían entrado en positivo por primera vez en seis años, tanto a nivel intertrimestral (1,7%) como a nivel interanual (0,8%), sorprendiendo al mercado. Dichos datos también se vieron refrendados con los del Colegio de Registradores de la Propiedad (1% interanual y 1,5% en el intertrimestral), que comentamos más abajo. Por su parte, los precios del alquiler, que van decalados unos meses con los del mercado de compraventa, mostraron en Junio de 2014 su menor caída interanual (2%) en 76 meses según el índice Fotocasa.

Tabla I.13. Incremento interanual del precio de la vivienda

Fuente: OCDE

Tabla I.14. Índice del precio de la vivienda %

Fuente: INE

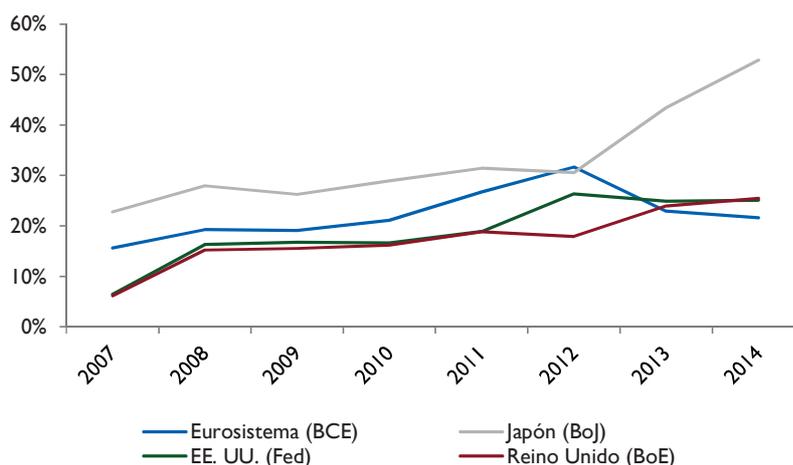
¿Por qué el consenso se equivoca?

Las comparativas históricas no funcionan

- **Primero:** es importante primero precisar cómo se miden los precios inmobiliarios. Así, aunque el precio medio por metro² en España se sitúa en 1.459 euros, su distribución es muy asimétrica. Las casas en Madrid capital son mucho más caras por metro cuadrado que por ejemplo las de Puertollano. Lo mismo ocurre con los precios asociados al tamaño de las casas: las casas más grandes son más baratas en euros por metro cuadrado que las casas pequeñas. De aquí se deriva que si por ejemplo en el año uno se vende una casa pequeña en Madrid y una casa grande en Puertollano, y en el año dos se vende una casa pequeña en Madrid y dos casas grandes en Puertollano, las estadísticas arrojarán enormes caídas del precio por m² de las casas, eso a pesar de que incluso el precio de la casa de Madrid hubiera podido subir de precio. La inmensa mayoría de las series de precios inmobiliarios no corrigen ambos efectos, dada la complejidad de su cálculo. Un indicador que sí lo hace es el afamado *SP Case Schiller*, en los EE. UU., que compara sólo transacciones sobre viviendas equivalentes en tamaño en las mismas ciudades (actualmente los precios en EE. UU. suben cerca de un 7%). En España, muchas de las subidas o bajadas de precios no están ajustadas por estos importantes factores. El Colegio de Registradores sí que lo hace, limitando su serie de precios a transacciones sobre la misma vivienda compravendida más de una vez. Aunque la desventaja es evidente (profundidad de la muestra para generar datos de precios) la calidad de la estadística a la hora de comparar “naranjas con naranjas” es insuperable. Como hemos expuesto más arriba, según esta metodología los precios ya han tocado fondo y han comenzado a subir.

- **Segundo:** aunque es cierto que a largo plazo las casas deben seguir una relación entre precios y renta bruta (capacidad de compra), el pronosticar subidas o bajadas de precios sólo ateniéndose a esta ley e ignorando factores clave como los tipos de interés, la liquidez proporcionada por el banco central o la participación de los extranjeros en el mercado de vivienda es completamente nimio. Así, la relación entre los precios de los activos y los tipos de interés es inversa: a tipos bajos los activos valen más que la media histórica (por eso el PER de la bolsa también oscila inversamente a los tipos de interés), y hoy nos encontramos con los tipos más bajos de la historia.
- **Tercero:** la inyección masiva de liquidez promovida por los bancos centrales busca acomodo en los bonos gubernamentales, que pronto se elevan hasta niveles históricamente altos (el bono español por ejemplo presenta hoy el mayor nivel de precio de su historia), lo que provoca el desplazamiento del ahorro hacia otras clases de activos, como bonos empresariales, bolsa, inmuebles extranjeros (son evidentes las incipientes burbujas en Noruega, Suiza, Canadá, Reino Unido, Australia, Alemania y mucho país emergente, en los que las relaciones entre precios de inmuebles y rentas son escandalosamente más altas que las españolas)... e inmuebles españoles. El BCE (Eurosistema) presenta un balance que oscila entre el 20% y el 25% del PIB de la zona euro, muy por encima de su media histórica. Dicha liquidez genera inflación en precios de activos, y por lo tanto también afecta a los precios de la vivienda. Este fenómeno monetario no puede ser obviado en ningún pronóstico de precios.

Tabla I.15. Activos de los bancos centrales (% del PIB)

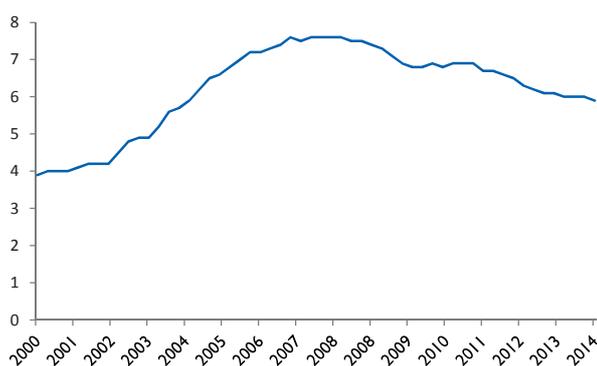


Fuente: Bloomberg, BCE, Banco de Inglaterra

España: la Florida de Europa

Durante décadas el estado norteamericano de Florida ha recibido una demanda estructural de inmuebles por parte de ciudadanos del resto de los EEUU así como de otros países limítrofes (en general rentas altas), en busca de buen tiempo, seguridad e infraestructuras. Esta demanda adicional de vivienda ha provocado que el ciclo inmobiliario de Florida esté desligado del ciclo del conjunto de los EE. UU. En nuestra opinión, España cuenta con muchas características análogas a Florida, lo que le permite ser receptora de una demanda extranjera que invalida o al menos modifica las hipótesis de predicción de precios inmobiliarios españoles futuros.

A la hora de pronosticar el futuro de los precios inmobiliarios españoles, las relaciones entre precios y rentas brutas consideran que el mercado se dirige al comprador nacional. Sin embargo, niveles absolutos de precios reducidos (1.459 euros el metro cuadrado) atraen rápidamente a compradores extranjeros con rentas comparativamente más altas, generando el efecto arbitraje. Así, los extranjeros, que tradicionalmente representaban menos de un 10% del mercado español de compraventa de vivienda, han acudido masivamente desde 2013 a comprar casa en España, lo que ha provocado que su participación se eleve ya a casi una cuarta parte del total. En un entorno de elevación de este porcentaje, pronosticar los precios futuros ateniéndose sólo a la renta bruta nacional es a todas luces una metodología cuestionable.

Tabla 1.16. ¿Es el pasado un reflejo del futuro? Precio de la vivienda / renta bruta de los hogares

El pasado no es un reflejo del futuro por 3 razones:

1) Tamaño balance BCE 2) Tipos de interés 3) % de extranjeros comprando en España

Fuente: Banco de España y Arcano

Qué mejor ejemplo de todas estas afirmaciones que los mercados de oficinas de Madrid y Barcelona, en los que también se pintaba hasta 2012 un panorama desolador. Sin embargo entre 2013 y 2014 llegó la liquidez masivamente, lo que provocó un cambio de tendencia en los precios de dichas oficinas, antes de lo que pronosticaba casi nadie (anticipando una mejora en los precios de alquiler de oficinas, que comenzaron a subir a mediados de 2014)¹³; una vez que los precios de otros activos están consistentemente inflados (bonos de gobierno, bonos empresariales, bolsa, oficinas comerciales...) no queda más conclusión lógica sino que la liquidez buscará valor inminentemente en la vivienda española.

Conclusión: el consenso se equivoca

Por lo tanto, pronosticar precios de la vivienda basándose en factores pasados (como niveles medios de precios sobre renta bruta) es hoy algo erróneo, debido a que dichas relaciones están siendo afectadas al alza por los tipos de interés, por los balances de los bancos centrales, y por los extranjeros, cuya renta bruta es superior a la nacional. Estos factores explican por qué las casas han comenzado a subir en ciertas zonas de España mucho antes de lo que todo el mundo esperaba.

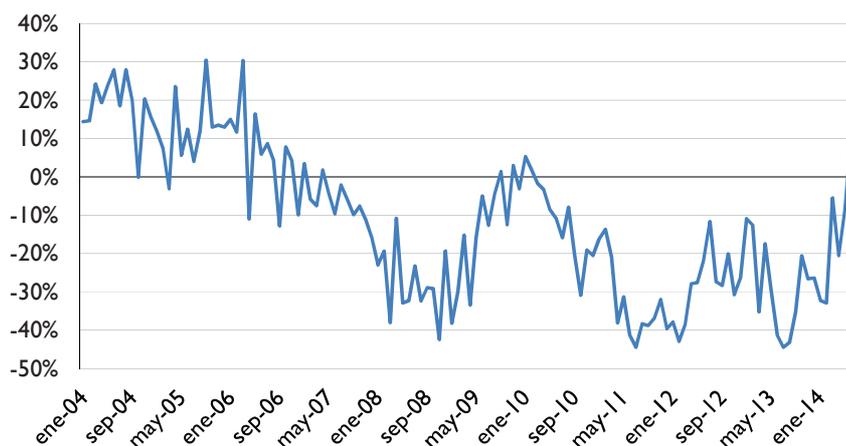
La financiación del sector inmobiliario

Como hemos expuesto, a finales de 2013 poca gente creía que la financiación de la economía española iba a cambiar de súbito. Sin embargo así ocurrió. Hoy, aunque se admite dicha mejora, en general existe un consenso en que la liquidez no llegará al sector inmobiliario. Aquí también disintimos. Por un lado los razonamientos ligados a la política monetaria son inexorables: si los tipos están a cero y los activos invertibles se sitúan ya todos a niveles de precios históricamente altos, la liquidez tiene necesariamente que afluir a activos alternativos en los que aún no hay signos de burbuja, y ahí la vivienda española aparece claramente como candidata. Por otro, la mejora evidente en la posición de liquidez y solvencia bancaria ha de desembocar también en una expansión hipotecaria. Así, con la mejora del desempleo se observó un punto de mejora en la morosidad bancaria, y esto poco a poco mejorará la situación para la concesión de nuevas hipotecas, que crecen ya a fuerte ritmo en interanual durante 2014, lo que aumenta la demanda, tensionando al alza los precios¹⁴.

¹³ La rentabilidad de las oficinas *prime* de Madrid ha pasado del 6,2% en 2T13 a 5,3% en 2014 según Jong Lang Lasalle.

¹⁴ En cualquier caso, el volumen trimestral de nuevas hipotecas concedidas asciende hoy a unos €5.000 m., frente a €45.000 m. en 2008, lo que también nos da una idea de porqué existe un importante potencial alcista en el mercado hipotecario, potencial que acelerará la demanda de casas y por lo tanto sus precios.

Tabla I.17. Nuevos créditos hipotecarios



Fuente: INE

Con todo, hoy en día una tercera parte de las compraventas inmobiliarias tienen lugar sin hipoteca, lo que muestra el alto poder adquisitivo del comprador, destacando el extranjero. Además, el sector de financiación no bancaria (eminentemente fondos de inversión sofisticados) lleva apostando por el sector inmobiliario español desde finales de 2013. Dichos fondos hoy en día son capaces de otorgar financiación a la promoción de vivienda, y el apetito por el sector inmobiliario español en el sector de financiación no bancaria está claramente en auge.

Por otro lado, como hemos expuesto, se ha producido un cambio en la oferta, demanda y financiación de suelo. Existe financiación para poder apalancar la construcción de promociones (con un 30% de preventa de la promoción se puede conseguir financiación de entre un 50% y un 60% del valor del suelo y la construcción). El comprador final cada vez tiene más fácil acceder a hipotecas por un 80% del valor de la vivienda y diferenciales cercanos a los 180 puntos básicos. Como se tardan 2-3 años desde que se compra el suelo hasta que se venden el resto de las viviendas, eventuales subidas de precios de las casas en esos años añadiría mayor margen al promotor.

Otro importante fenómeno viene desempeñado por las SOCIMIs (REITs¹⁵ en inglés), o sociedades cotizadas (o cotizables) en bolsa que con importantes ventajas fiscales que construyen una cartera de activos inmobiliarios para explotarlos en régimen de alquiler. El cambio de ciclo inmobiliario es tan evidente que durante 2014 cuatro SOCIMIs españolas han sido capaces de salir a bolsa y levantar la friolera de €2.500 mm. para invertir en el sector inmobiliario español (súmese a esto la porción de deuda que se empleará en la compra de inmuebles). Por último los mercados de bonos antes o después se abrirán también al mercado inmobiliario, como ocurre en casi todos los países occidentales.

¹⁵ Real Estate Investment Trust.

Tabla I.18. Principales operaciones inmobiliarias (2013-2014)

Año	Comprador	Vendedor	Importe	Descripción
2014	Merlin Properties	Invest Cos, controlled by Manuel Jove	€260mn	Centro comercial, hotel y oficinas (La Coruña)
2014	Zurich	Generalitat Catalunya	€201mn	Lote de edificios (Barcelona)
2014	Orion Capital	Grupo Lar / Grosvenor / Ivanhoe C.	€200mn	Centro comercial Islazul (Madrid)
2014	Northwood	Avestus	€150mn	Centro comercial Diagonal Mar (Barcelona)
2014	Oaktree	CBRE Global Investors	€115mn	Centro comercial Gran Vía (Vigo)
2013	IPIC	Bankia	€450mn	Torre Foster (Madrid)
2013	Fibra uno	Moor Park	€300mn	Sucursales de Banco Sabadell
2013	Emin Capital	Aguas de Barcelona	€250mn	Torre Agbar (Barcelona)
2013	Goldman Sachs	Ayuntamiento de Madrid	€201mn	Paquete de viviendas y locales comerciales
2013	The Art of Real Estate	Consorcio	€200mn	Hotel Vela (Barcelona)

Fuente: Arcano

Tabla I.19. SOCIMIS

	LAR España Real Estate	Hispania	Merlin Properties	Axial Real Estate
Investment Manager (IM)	Externo: Grupo LAR	Externo: Azora	Interno	Interno
Fondos obtenidos (€ mm)	400	500	1.250	360
Activos inicio cotización	Ninguno	Ninguno	Acuerdo adquisición 880 oficinas y 5 edificios de BBVA en España	Ninguno
Política de inversión				
Estilo inversión	Gestión activa, valor añadido y promoción inmobiliaria	Gestión activa, valor añadido y promoción inmobiliaria	Gestión activa y valor añadido	Gestión activa y valor añadido
Activos	Inversión directa e indirecta en activos inmobiliarios y deuda	Inversión directa e indirecta en activos inmobiliarios y deuda con activos inmobiliarios	Inversión directa e indirecta en activos inmobiliarios	Inversión directa e indirecta en activos inmobiliarios y deuda con activos inmobiliarios
Tipología	Más de 80% oficinas y <i>retail</i> ; residencial hasta 20% restante	Principalmente residencial, oficinas, hotelero y residencias de estudiantes	Oficinas, <i>retail</i> , logístico y hotelero	Oficinas, 70%; logístico, 10%; <i>retail</i> 10%
Geografía	España, principalmente Madrid y Barcelona	España, principalmente Madrid y Barcelona	España y en menor medida Portugal (máximo 25%)	España, principalmente Madrid y Barcelona
Apalancamiento	Hasta 50%	Hasta 40%	Hasta 50%	Sin límite

Fuente: Arcano

Como hemos visto, la llegada de liquidez ha reanimado el mercado inmobiliario, y las transacciones de viviendas suben ya a buen ritmo, como comenzaron a hacer las ventas de coches hace casi un año.

De nuevo, creemos que existen suficientes argumentos para que la liquidez inmobiliaria, aunque se afirme de ella que “ni está ni se la espera” nosotros contravengamos dicha afirmación con un “está y se acelera”.

Conclusión: el renacer del sector inmobiliario

En este capítulo hemos expuesto las razones que en nuestra opinión explicarían un resurgir del sector constructor residencial y de los precios de la vivienda que ocurrirá mucho antes de lo que estima el mercado. En esencia son cinco:

- **Primera:** mejora la financiación, y cuando mejora la financiación mejora el mercado de vivienda¹⁶. Especialmente relevante será la mejora en la concesión de hipotecas, que crece ya a doble dígito ya que parte de bases exiguas (€18.000 mm. anuales de nuevas hipotecas actualmente frente a €173.000 mm. en máximos).
- **Segunda:** el inversor extranjero (particular e institucional) arbitra los bajos precios de las casas españolas, y su cada vez mayor papel en el mercado acelerará el cambio de tendencia.
- **Tercera:** la demanda nacional surgirá como consecuencia de la mejora experimentada por las familias en lo que respecta a balances (su riqueza financiera neta está ya en los niveles de 2006¹⁷, tras el importante esfuerzo ahorrador acometido los últimos cinco años), se comienza a generar un importante volumen de empleo (unos 300.000 puestos al año), el acceso a las hipotecas mejora y puede existir una bolsa retenida de demanda de los últimos años.
- **Cuarta:** la enorme asimetría que existe en el parque de viviendas español explica también asimetrías en la recuperación, e importantes Comunidades Autónomas a efectos del PIB (Madrid, Cataluña, País Vasco) liderarán la recuperación.
- **Quinta:** la construcción actual de viviendas en 35.000 unidades en los últimos 12 meses, es ridícula si se compara con el máximo de 886.000 anteriores a la crisis o a las 200.000 que se pueden alcanzar en un entorno normalizado.

Este autor nunca se ha considerado un experto inmobiliario, estas reflexiones son una humilde reflexión sobre el sector desde un prisma externo, y poniéndolo en consonancia con la política monetaria tan inusual que estamos viviendo¹⁸. Con todo, creemos que los datos avalan nuestro pronóstico contra consenso. Así, suben las ventas de hogares, los precios de las casas y los precios de las oficinas; las ventas de productos de “ocupación del hogar” crecen al triple de ritmo del comercio minorista, lo que indica que se está reactivando el ciclo inmobiliario; el sector constructor lleva ya dos trimestres consecutivos creciendo en términos de PIB y creando empleo, de hecho se sitúa entre los tres sectores más activos en contratación, y la inversión del tercer trimestre, creciendo un 1,5% sobre el trimestre anterior, sólo es explicable ante un evidente auge del sector inmobiliario, auge que ya ha comenzado.

¹⁶ El crédito hipotecario sube con fuerza durante 2014 porque parte de bases muy bajas, y porque la morosidad ha comenzado a bajar como consecuencia de la reactivación del empleo.

¹⁷ Riqueza financiera neta (ahorro financiero menos deudas) equivalente a un 102% de PIB.

¹⁸ En cualquier caso es tal la convicción de esta visión que el autor se compró una casa en Madrid en Mayo de 2014 por primera vez en su vida.

2. La mejora de la financiación acelera la economía española

“Para llegar primero, primero hay que llegar”.

Inversor de Indianápolis citado por Warren Buffet en referencia al excesivo uso de deuda

Como hemos expuesto, hace un año el FMI pronosticaba que durante 2014 España iba a ser una de las economías occidentales con menor crecimiento económico (0,2%). Un año después no sólo reconoció su error (actualizó sucesivamente su “previsión” hasta el 1,3%) sino que afirmó que España, de entre las naciones grandes, sería la economía que más crecería en la zona euro en 2015. ¿Qué ha ocurrido para que el FMI se haya equivocado tan claramente?

La respuesta estriba en la financiación. La financiación de un país es clave para sostener el crecimiento económico, que a su vez redundará en empleo.

A principios del siglo XX el economista norteamericano Irving Fisher publicó su “teoría cuantitativa del dinero” en la que afirmaba que ante una velocidad del dinero constante (la velocidad del dinero mide la cantidad de transacciones que realiza una unidad monetaria durante el año), la masa monetaria (M) determinaba el nivel de producción y de precios.

Tabla 2.1. Ecuación de Fisher

Teoría cuantitativa del dinero - Irving Fisher

$$M \times V = P \times Q$$

M = Cantidad de dinero en circulación

V = Velocidad de circulación de dinero, número de veces que cambia de mano

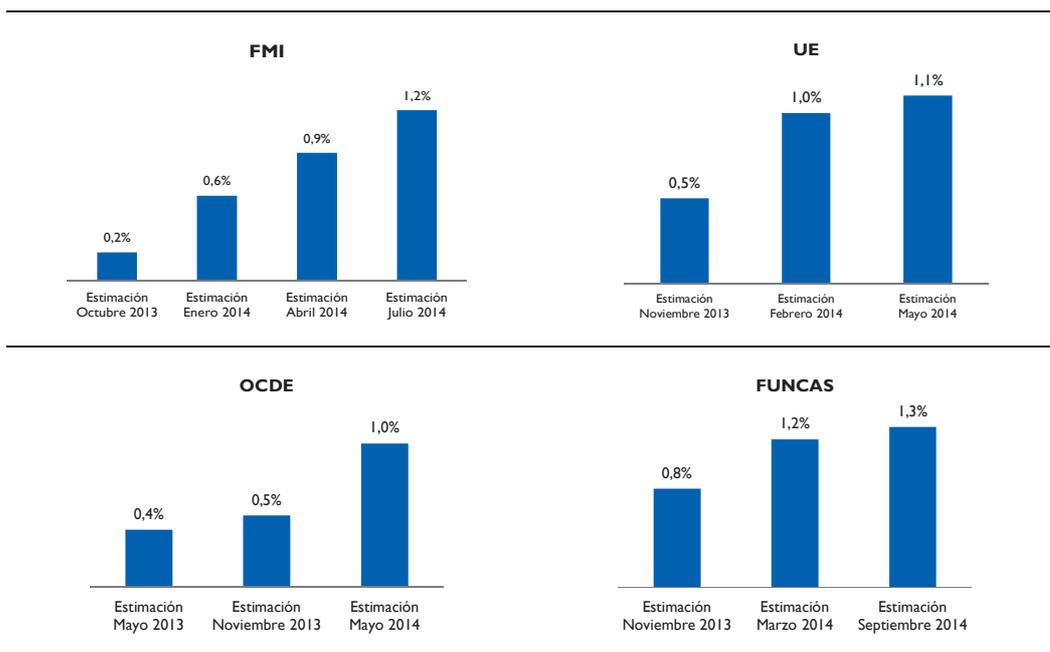
P = Nivel de precios (inflación)

Q = Nivel de producción (PIB)

Tras la crisis de 1929, la Reserva Federal erró al dejar caer a muchos bancos en lugar de apoyarlos con liquidez masiva, y la crisis bancaria que dicho error provocó, resultó en enormes bolsas de desempleo, que superó el 35%. Después de la crisis de crédito de 2007, los bancos centrales occidentales no repitieron dicho error, y proporcionaron liquidez masiva al sector bancario para evitar su colapso, colapso que hubiera provocado una nueva depresión económica. Sin embargo la liquidez proporcionada a la banca no acabó de llegar a la economía real, de ahí que el aumento de la masa monetaria en circulación efectiva haya sido muy escaso, lo que ha redundado en crecimientos económicos anémicos en la zona euro. Con todo, la situación poco a poco mejora, y España paradójicamente se sitúa hoy a la vanguardia de dicho cambio en la financiación, como vamos a ver más abajo.

En nuestro informe *The Case for Spain II* afirmamos contra consenso en Octubre de 2013 que la financiación estaba a punto de mejorar, y que ese factor era clave para entender el cambio de ciclo de la economía española. A la hora de realizar predicciones económicas es por lo tanto clave entender bien el flujo de financiación. Mucho economista se equivocó en sus predicciones sobre el crecimiento español en 2014 debido precisamente a que muy pocos supieron vislumbrar el cambio en el ciclo de la financiación que se estaba gestando ya desde finales de 2013.

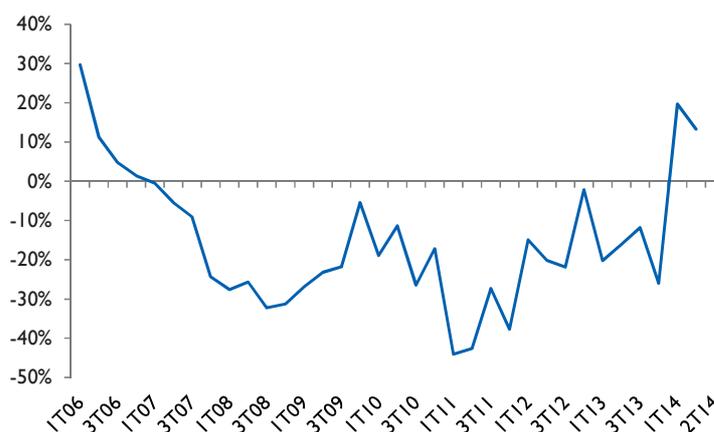
Tabla 2.2. Expectativas de crecimiento de España para 2014



Fuente : FMI, UE, OCDE y FUNCAS¹⁹

La primera fase en la mejora de la financiación fue la llegada de dinero hacia el bono soberano. En Otoño de 2014 la rentabilidad del bono español a diez años alcanzó su menor nivel de los últimos doscientos años. Dicha caída de rentabilidad está asociada a la gran subida de su valor, efecto explicado por la enorme llegada de liquidez que experimentó el bono español desde el tercer trimestre de 2012. La liquidez poco a poco se ha ido trasladando a otros sectores de la economía, lo que rápidamente la ha engrasado y dejado dispuesta para el crecimiento económico. Por ejemplo, observemos cómo se ha recuperado el crédito a los hogares durante 2014:

Tabla 2.3. Incremento interanual (%) de los nuevos préstamos a los hogares



Fuente: Banco de España

¹⁹ Funcas obtiene su estimación a partir de un panel que realiza cada dos meses a 19 instituciones nacionales de reconocido prestigio, sobre previsiones a corto plazo de la economía española. Las entidades son las siguientes: Analistas Financieros Internacionales, BBVA, Bankia, Catalunya Caixa, Cemex, Centro de Estudios Economía de Madrid, Centro de Predicción Económica, CEOE, ESADE, FUNCAS, Institución Complutense de Análisis Económico, Instituto de Estudios Económicos, Instituto Flores de Lemus, Intermoney, La Caixa, Repsol, Santander y Solchaga Recio & Asociados.

La financiación de un país depende de oferta y demanda de crédito. Además, la financiación puede ser bancaria o no bancaria. Analicemos primero la oferta de financiación bancaria, para luego tratar la oferta de financiación no bancaria y analizar al final la demanda de crédito y la financiación de la PYME. Como veremos, se han gestado la mayoría de los ingredientes para que la financiación, que ya está llegando a la economía española, aumente su contribución al crecimiento económico de una forma sostenida.

Financiación bancaria: ¿es el flujo de nuevo crédito, estúpido!

La oferta de crédito bancario depende fundamentalmente de dos factores: liquidez y solvencia de los bancos. A su vez, es importante distinguir entre el saldo vivo de crédito y el flujo de nuevo crédito. Este último es el más representativo para entender el impacto del crédito en el PIB.

Así, supongamos a dos personas que disfrutan cada una de un crédito de 10.000 euros otorgado hace tiempo; cada una paga al año al banco en concepto de vencimientos 1.000 euros, y una tercera persona recibe a su vez un nuevo crédito de 1.000 para comprar un ordenador, crédito que le era negado el año anterior. El saldo vivo de crédito bajará en 1.000 (2.000 repagados menos 1.000 nuevos concedidos), sin embargo para la economía lo relevante son los 1.000 euros invertidos en el ordenador (que en este caso computarían como PIB). Esta situación es muy relevante para entender lo que ocurre en España. El saldo de crédito durante 2014 cae, como durante los seis años anteriores, pero el flujo de nuevo crédito hacia los hogares y hacia las PYMEs es positivo, de ahí que dicho flujo esté impactando positivamente en el PIB (en el que sobre todo influyen hogares y PYMEs)²⁰, y por lo tanto en el empleo.

Tabla 2.4 Flujo de nuevo crédito

Millones €	Total importes	Empresas			Hogares			
		Total	Hasta 1 millón	Más 1 millón	Total	Vivienda	Consumo	Resto
Mensual								
ene-14	32.809	28.419	10.577	17.842	4.390	2.016	1.146	1.228
feb-14	30.210	25.655	10.694	14.961	4.555	2.021	1.244	1.290
mar-14	35.834	30.562	11.795	18.767	5.272	2.433	1.315	1.524
abr-14	33.218	28.407	12.137	16.270	4.811	2.115	1.301	1.395
may-14	31.355	26.478	11.924	14.554	4.877	2.184	1.350	1.343
jun-14	43.882	38.375	12.462	25.913	5.507	2.519	1.478	1.510
jul-14	36.387	30.798	13.990	16.808	5.589	2.489	1.528	1.572
ago-14	23.537	20.341	9.051	11.290	3.196	1.257	979	960
Variación interanual								
ene-14	-7,9%	-9,7%	5,0%	-16,9%	18,4%	27,2%	23,6%	2,2%
feb-14	-15,3%	-19,3%	6,0%	-31,0%	17,5%	25,8%	32,5%	-3,1%
mar-14	-5,8%	-9,4%	5,1%	-16,7%	22,8%	40,9%	26,3%	0,0%
abr-14	-9,2%	-11,1%	2,8%	-19,3%	4,5%	3,6%	11,7%	-0,3%
may-14	-11,0%	-13,2%	4,9%	-24,0%	3,8%	4,1%	11,5%	-3,4%
jun-14	0,2%	-1,6%	10,0%	-6,3%	14,8%	26,0%	14,8%	0,1%
jul-14	-6,3%	-9,0%	12,4%	-21,5%	12,1%	17,6%	16,1%	1,2%
ago-14	-2,9%	-3,4%	5,5%	-9,5%	0,2%	-3,4%	-6,1%	13,6%

Fuente: Banco de España

Liquidez bancaria

La liquidez se mide fundamentalmente por la ratio entre préstamos al sector privado y depósitos de clientes. Si un banco presta muy por encima de su base de depósitos, su ratio será superior a una vez²¹, y tendrá que acudir al mercado de capitales para endeudarse por la

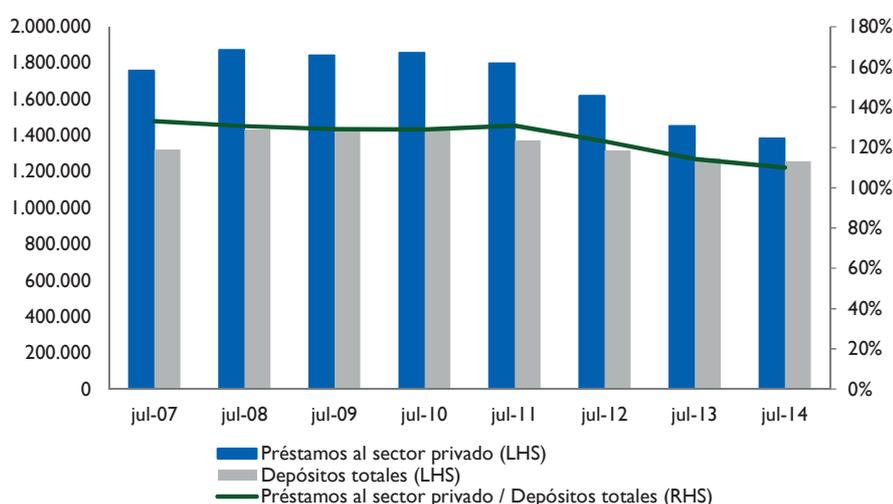
²⁰ El flujo de nuevo crédito agregado sigue en territorio negativo debido a la caída en el flujo de financiación a las grandes empresas que cae, como veremos, porque siguen éstas en un proceso de saneamiento de balance, y porque proceden a financiarse cada vez más a través de bonos.

²¹ Por lo tanto cuanto mayor sea la ratio, peor liquidez.

diferencia. Los bancos que practican agresivamente esta financiación (ratios de préstamos sobre depósitos superiores a 1,3 veces) se consideran más arriesgados al estar más expuestos a mercados de capitales y por lo tanto a shocks de liquidez, por lo que cuando empeora la confianza en los mercados de capitales, los bancos reaccionan cortando el crédito y captando depósitos de clientes, para equilibrarse.

Los bancos españoles presentaban saldos muy desequilibrados entre préstamos y depósitos en 2007. En un contexto de cierre del mercado de capitales y desconfianza hacia la banca española, ésta procedió a reequilibrarse mediante una contracción muy fuerte del crédito, lo que exacerbó el daño a la economía española. Sin embargo, el ajuste se consiguió en menos tiempo del esperado. A finales de 2013 muchos bancos presentaban ya saldos cercanos a 1,2 veces, con alguno muy representativo por debajo de 1 vez. Por lo tanto los bancos ya se situaban en condiciones para prestar. Durante 2014 esta tendencia se apuntaló, con los créditos reduciéndose hasta 1,38 billones de euros y los depósitos aumentando hasta los 1,26 billones, generando una ratio de 1,1 veces, de forma que el objetivo de estabilidad de 1,2 veces, previsto por mucho analista como ratio difícilmente cumplible para 2018, se había superado cuatro años antes. La tabla siguiente muestra como la ratio entre préstamos al sector privado y depósitos se ha ido ajustando en los últimos años.

Tabla 2.5. Balance del sistema financiero español (€ miles)



Fuente: Banco de España

Como conclusión de este apartado, se puede deducir que la banca española ha pasado de una iliquidez extrema en 2009 a una situación muy cómoda de liquidez en 2014. Esta liquidez se verá acentuada por las medidas adoptadas por el BCE, especialmente el TLTRO²², que proporcionará liquidez masiva a la banca europea a cambio de que ésta sea empleada en nuevo flujo de crédito.

Solvencia

La solvencia de un banco se puede mirar de diferentes formas. Las ratios de capital de Basilea observan la relación entre fondos propios y activos bancarios ponderados por riesgo. A veces dicha ponderación se considera muy subjetiva y da lugar a paradojas. Así por ejemplo en España se estimó que la probabilidad de bajada masiva de los precios inmobiliarios era un evento altamente improbable, lo que permitió a bancos y a cajas expandir sus préstamos inmobiliarios con coeficientes de ponderación de riesgos a todas luces incorrectos.

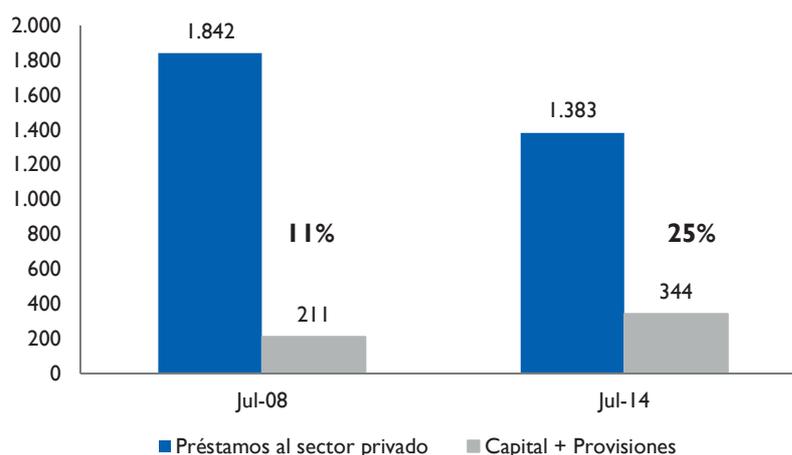
Esta subjetividad provoca que una forma más objetiva de mirar la solvencia bancaria resida en analizar su cartera de préstamos al sector privado (sin ponderaciones, a valor absoluto) y compararla con el volumen total de recursos propios y provisiones que la banca presenta para

²² TLTRO quiere decir *Target Long Term Repurchase Operations*. Es un programa del BCE por el cual se proporciona liquidez masiva a la banca hasta 2016, vinculada a otorgar nuevo crédito a empresas.

hacer frente a posibles pérdidas en dicha cartera crediticia. En 2008 la banca española presentaba un total de 1,9 billones de euros de préstamos al sector privado, para hacer frente a tales riesgos, que incluían 0,4 billones prestados a promotores y constructores inmobiliarios, mantenía un volumen de fondos propios de 0,225 billones. Como aproximadamente las pérdidas latentes en el sector inmobiliario ascendían a 0,2 billones (la mitad de lo prestado), muchas entidades financieras (en especial cajas) presentaban una evidente situación de insolvencia (al reducir el valor del activo hay que reducir el valor del pasivo minorando los fondos propios, que pueden situarse por debajo de los niveles de solvencia requeridos o incluso en negativo, situación de quiebra). Como las pérdidas no se reconocieron, sino que se disfrazaron en los balances, se generó un sistema bancario “zombie”, llamado así porque al mantener activos falsos deja de prestar (como sucedió en Japón en los años 90). En ese contexto se procedió a una contracción masiva de crédito, lo que provocó aún mayor morosidad, que a su vez reduce el capital bancario vía pérdidas.

Con todo, para verano de 2014 se había producido un punto de inflexión. La banca se había recapitalizado en casi 200.000 millones de euros, se habían reconocido la mayoría de las pérdidas latentes y como resultado, el libro de crédito, que para entonces tan sólo alcanzaba la cifra de 1,38 billones, mantenía para respaldarlo 0,34 billones de euros en provisiones y fondos propios (25%). Los recientes tests de estrés sobre la banca europea, que se realizaron tomando la foto de 2013 ya exponían la enorme mejora experimentada por la banca española, que pasó el examen con muy buena nota. El sistema bancario español ya se encontraba por lo tanto desde finales de 2013 en una cómoda posición de solvencia para prestar.

Tabla 2.6. Solvencia de la banca española (€ miles de millones)²³



Fuente: Banco de España

La banca comenzó a prestar al gobierno a través de la compra masiva de bonos, lo que ocurrió entre 2012 y 2013. Este fenómeno se conoce como “desplazamiento” (*crowding out*) y supone que los recursos financieros son acaparados por el Estado y por lo tanto no se encauzan al sector privado. Según España se puso de moda los precios de los bonos del gobierno continuaron subiendo, por lo tanto su rentabilidad bajando. Como hemos expuesto, desde 2013, los bonos españoles alcanzaron mayores niveles de precio / menor rentabilidad. Por lo tanto el incentivo para la banca en prestar al gobierno era ya menor. Por otro lado, la banca necesitaba prestar dinero al sector privado si quería defender su cuenta de pérdidas y ganancias, ya que prestando dinero al sector público apenas generaba rentabilidad. Además, la mejora económica provocó una estabilización de la morosidad bancaria entre el 13% y el 14%²⁴, importante factor para incentivar a los bancos a prestar al sector privado, y por otro lado las empresas en concurso cayeron un 30% en 2014. Entre todos estos factores se había generado

²³ Se han usado cifras de capital y provisiones de Junio 2008 y Junio 2014 ya que el Banco de España publica estos datos de manera trimestral y no de manera mensual.

²⁴ La tasa de mora se calcula como el volumen de préstamos morosos partido del saldo de crédito vivo. Como este último ha caído con fuerza, se da la paradoja de que aunque esté cayendo el saldo de préstamos en mora (evidente consecuencia de la mejora económica) si este saldo cae más rápido que el stock de crédito, la ratio de mora podría no bajar o incluso subir.... En cualquier caso la tendencia es evidente: caída del saldo de mora, y poco a poco subirá el stock de crédito, ya que el flujo de nuevo crédito es positivo, de ahí se deduce que la tasa de mora bajará.

el caldo de cultivo para comenzar a prestar al sector privado, lo que comenzó a ocurrir a principios de 2014.

Conclusión: financiación bancaria en auge

Como los otros elementos en juego en financiación bancaria (solventía y liquidez) han mejorado enormemente, desde finales de 2013 se ha observado un claro punto de inflexión en la financiación bancaria. El flujo de nuevo crédito a hogares y a PYMES está creciendo, y eso apoya al crecimiento económico.

A su vez las grandes empresas mantienen dos rutas de actuación: a) reducir su endeudamiento, históricamente alto, y b) financiarse masivamente a través de financiación no bancaria (en lo que llevamos de 2014 las empresas españolas han obtenido fondos vía el mercado de bonos superiores a los 22.000 m. de euros). Observemos este último fenómeno.

Financiación no bancaria

En el periodo 2011-2014 las mayores 25 empresas no financieras del IBEX redujeron un 35% su financiación bancaria. En parte, dicho proceso se debió a una fuerte corriente de emisiones de bonos corporativos. Esta tendencia ilustra muy bien la cada vez mayor importancia de la financiación no bancaria.

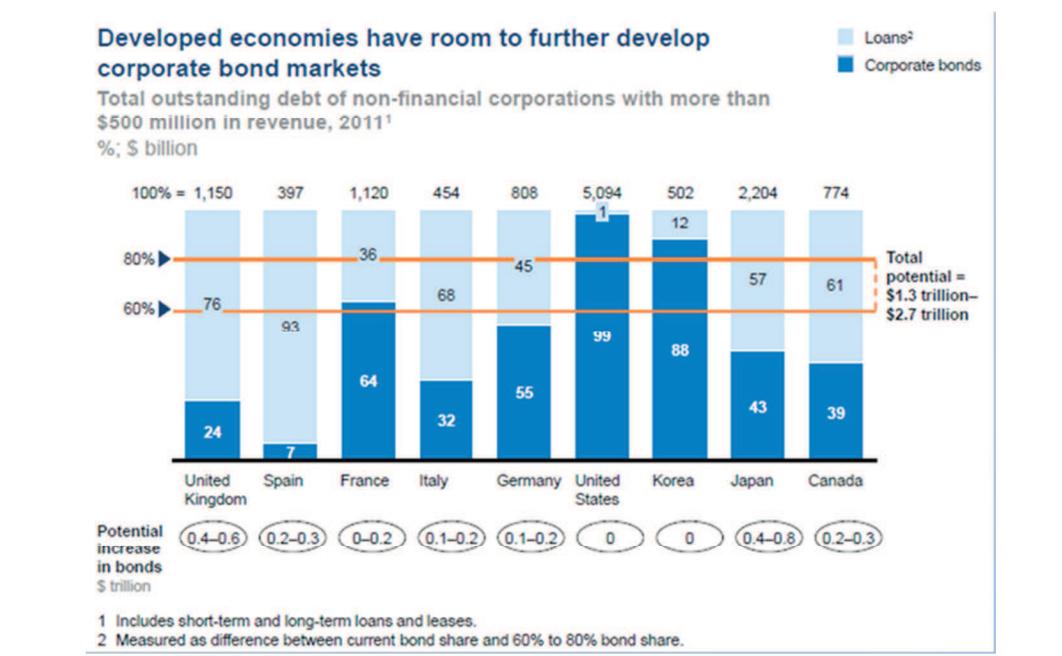
La financiación no bancaria es muy relevante en muchos países como EE. UU. o el Reino Unido, donde representa más de tres cuartas partes de la financiación total. En Europa continental su peso ha sido cercano a una tercera parte, y en España su peso ha sido cercano a un 10% como observamos en las siguientes tablas.

Tabla 2.7 Comparativa EE. UU. vs. Eurozona

	EE. UU.	Eurozona
PIB 2013 ⁽¹⁾	\$16.8 bn.	\$17.4 bn.
PIB 2014 Pronóstico de crecimiento ⁽²⁾	2,1%	0,7%
Tamaño del sistema bancario ^(3,4)	\$13 bn.	\$59 bn.
Tamaño del sistema bancario (% del PIB)	77%	340%
Tamaño de los mercados de capitales para bonos corporativos ^(5,6)	\$6 bn.	\$2 bn.
Tamaño de los mercados de capitales de titulización ⁽⁷⁾	\$9 bn.	\$2 bn.
Tamaño de los mercados de capitales (% del PIB)	89%	23%

Fuente: (1) Banco Mundial, (2) OCDE, (3) Reserva Federal de los EE. UU. Marzo 2013, (4) Datos de los bancos participativos de la Eurozona. Marzo 2013, (5) Reserva Federal de los EE. UU. Diciembre 2012, (6) Banco Central Europeo. Febrero 2013 y (7) Industria de Valores y Asociación de Mercados Financieros

Tabla 2.8. Financiación de los mercados de capitales



Fuente: "Financial Globalization: Retreat or Reset". McKinsey Global Institute. Marzo 2013, p. 47.

La crisis de crédito cambió radicalmente este panorama, y desde 2011 se observan fuertes incrementos de la financiación no bancaria en toda Europa, con España a la cabeza (lo que se explica teniendo en cuenta el bajo peso de partida). Así, entre 2013 y 2014 numerosas empresas españolas procedieron a emitir bonos en los mercados de capitales (los bonos pueden ser o *investment grade* o *high yield*)²⁵. La financiación recibida se empleó en repagar deuda bancaria y en acometer nuevas inversiones. En la tabla 2.9. se muestran las emisiones de deuda realizadas por empresas españolas no financieras desde 2013.

²⁵ La diferencia entre ambas categorías depende de la calificación (*rating*) otorgada por una agencia a un bono. Por encima de BBB- es *investment grade*, por debajo, *high yield*.

Tabla 2.9. Emisiones de empresas no financieras que no habían emitido bonos en el pasado y que han emitido en 2013-2014

Emisor	Cupón	Plazo	Divisa	Fecha de emisión	Tamaño (€mm.)	Rating
Atento	7,38%	7 años	USD	29-ene-13	223	BB-
Ferrovial	3,38%	5 años	EUR	30-ene-13	500	BBB-
Ence Energía y Celulosa	7,25%	7 años	EUR	1-feb-13	250	BB-
Prosegur	2,75%	5 años	EUR	2-abr-13	500	BBB
Gestamp	5,88%	7 años	EUR	10-may-13	500	BB
Gestamp	5,63%	7 años	USD	10-may-13	350	BB
Grupo Avanza	9,50%	6 años	EUR	31-may-13	175	B-
Grupo Avanza	7,50%	5 años	EUR	31-may-13	315	B+
Ferrovial	3,38%	8 años	EUR	7-jun-13	500	BBB-
Watercraft Capital	5,75%	21 años	EUR	2-ago-13	1.400	BBB-
Madrileña Red de Gas	3,78%	5 años	EUR	11-sep-13	500	BBB-
NH Hotel Group	6,88%	6 años	EUR	8-nov-13	250	B
Empark	6,75%	6 años	EUR	18-dic-13	235	BB-
Empark	Euribor + 550 bps	6 años	EUR	18-dic-13	150	BB-
Copasa	7,50%	5 años	EUR	19-dic-13	50	BB
Port Aventura	7,25%	7 años	EUR	19-dic-13	270	B-
Port Aventura	Euribor + 562 bps	6 años	EUR	19-dic-13	150	B-
Isolux Corsán	6,62%	7 años	EUR	20-mar-14	850	B
Grupo Antolín	4,75%	5 años	EUR	21-mar-14	400	Ba3
Almirall	4,62%	7 años	EUR	27-mar-14	325	BB-
Redexis Gas	2,75%	7 años	EUR	1-abr-14	650	BBB-
Elecnor (Pagarés)	2,50%	1 año	EUR	1-abr-14	100	n.a.*
Aldesa	7,25%	7 años	EUR	3-abr-14	250	B
Tecnocom	6,50%	5 años	EUR	8-abr-14	35	BB+
Tubacex (Pagarés)	2,50%	1 año	EUR	25-may-14	30	n.a.*
ADIF Alta Velocidad	3,50%	10 años	EUR	27-may-14	1.000	Baa3
Europac (Pagarés)	2,15%	1 año	EUR	17-jun-14	50	n.a.*
Grupo Ortiz	7,00%	5 años	EUR	3-jul-14	50	BB+
Ferrovial	2,50%	10 años	EUR	15-jul-14	300	BBB
DIA	1,50%	5 años	EUR	22-jul-14	500	BBB-
EYSA	6,90%	7 años	EUR	23-jul-14	75	BB+
Acerinox	500,00%	10 años	EUR	25-jul-14	50	n.a.*
Audax Energía	5,75%	5 años	EUR	29-jul-14	21	BB+
Agbar	2,00%	7 años	EUR	15-sep-14	200	Baa1

Fuente: Bloomberg, Factset

(*) Axesor Rating ha calificado esta emisión con un informe de solvencia positivo

Aunque se ha hablado mucho de financiación no bancaria, en España aún escasean las explicaciones sistemáticas sobre esta nueva fuente de financiación y los instrumentos que emplea. Intentamos en esta sección dar un panorama sobre la financiación no bancaria, ya que su aceleración será muy provechosa para el crecimiento económico futuro.

Una empresa también puede obtener financiación cediendo los flujos de caja que genera un activo a una sociedad que a su vez emite bonos que se hacen acreedores de dichos flujos de caja. Este proceso más o menos complejo se llama titulización. Otra modalidad consiste en el bono de proyecto, emitido para financiar un proyecto concreto; el comprador del bono se hace merecedor de los flujos de caja de dicho proyecto pero si quiebra éste, no puede reclamar al *sponsor* que ha construido el proyecto y promovido el bono. La financiación también llega si una empresa emite nuevas acciones en bolsa, como realizó Colonial en 2013, o bonos convertibles en acciones (como Sacyr en 2014).

La financiación no bancaria también puede realizarse mediante instrumentos no cotizados en mercados de valores. Por ejemplo KKR, un fondo de inversión norteamericano, prestó dinero a la empresa de materiales de construcción Uralita en 2013. Estos préstamos no bancarios se

conocen como *direct lending*. Si el préstamo se instrumenta hacia una empresa con graves dificultades, además del tipo de interés, el prestamista suele requerir un elemento de participación en beneficios, o bien de posible conversión en capital. Estos préstamos se denominan *rescue finance*. Los fondos que confieren financiación no bancaria a las empresas se denominan “fondos de deuda privados”.

¿Cuáles son los motivos que llevan a una empresa a emplear la financiación no bancaria?

- Primero: diversificar fuentes de financiación, con el objetivo de evitar que una crisis bancaria como la experimentada recientemente, devenga en una contracción crediticia que pueda hacer de una empresa ilíquida una empresa insolvente. La diversificación de dichas fuentes permite a la vez a la empresa mejorar las condiciones de negociación de sus líneas bancarias. Si la compresión en diferenciales observada en los préstamos de las grandes empresas (que sí pueden emitir bonos) acaba revirtiendo a empresas medianas y pequeñas se podría producir una transferencia de valor de unos € 15.000 mm. de beneficios bancarios a empresas no financieras los próximos años.
- Segundo: extender los vencimientos de la deuda, fenómeno llamado “alargar su duración”. Al recibir financiación de largo plazo²⁶, un empresario se puede plantear realizar inversiones de medio plazo (como construir una fábrica, lo que a su vez genera empleo). Si la financiación disponible es sólo de corto plazo, poco empresario se atreverá a acometer la inversión, ya que si la línea de crédito no se renueva entonces la empresa podría quebrar (ya que los flujos de caja generados por la fábrica son más a largo plazo que los vencimientos de la deuda)²⁷.
- Tercero: generar visibilidad a través del proceso de emisión y cotización del bono, lo que provocan muy positivas externalidades al grupo, tanto de negocio como reputacionales.
- Cuarto: generar competencia. La oferta de crédito bancario en el pasado se cimentaba en más de cincuenta entidades competidoras; tras el proceso de concentración acaecido en España, menos de catorce entidades concentran la actividad bancaria, y en muchas provincias el número efectivo de entidades es aún más reducido; este proceso presenta una vertiente positiva (la banca al tener más concentración de riesgo realiza análisis más exhaustivos de los riesgos) y una negativa (la concentración de la oferta aumenta el riesgo para prestatario y prestamista y puede aumentar los precios del crédito). En muchos casos, la entidad bancaria resultante de una fusión descubría que podía poseer un importante porcentaje del crédito de una empresa, lo que no era muy coherente con una política de gestión de riesgos adecuada, lo que provocaba el deseo de la entidad bancaria de reducir dicha exposición.
- Quinto: financiar infraestructuras. La paulatina desaparición del *Project Finance* bancario, ha provocado que el sector de infraestructuras, muy relevante en España explore soluciones relacionadas con los mercados de capitales, en especial los bonos de proyecto.

²⁶ Por ejemplo, un bono tiene una vida media de siete años comparado con los tres años de vida media de un préstamo bancario; además, los bonos suelen repagar su principal de una vez al final de su vida, en tanto que un préstamo bancario se suele amortizar linealmente.

²⁷ Una gran tragedia empresarial española fue financiar activos de largo plazo con líneas de financiación de corto. Aunque el proyecto sea solvente, en un entorno de crisis bancaria los bancos proceden a retirar dichas líneas, lo que puede provocar que las empresas resulten ilíquidas y la iliquidez resulte en insolvencia. En el año 2000 casi una cuarta parte de los pasivos empresariales eran líneas de corto plazo, hoy éstas suponen menos de un 10%.

Tabla 2.10. Sistema financiero español

Banco Santander: - Banco Santander - Banesto	BBVA: - BBVA - Caixa Sabadell - Caixa Terrassa - Caixa Manlleu - Unnim - Catalunya Caixa	Kutxa Bank: - BBK - Caja Sur - Caja Vital - Kutxa	Banco Sabadell: - Banco Sabadell - B. Guipuzcoano - CAM - Caixa Penedés - Banco Gallego
Abanca: - Caixa Galicia - Caixanova		Caixabank: - La Caixa - Caixa Girona - Banco Valencia - Cajasol - Caja Guadalajara - Caja Navarra - Caja Burgos - Caja Canarias - Banca Cívica	
Banco Popular: - Banco Popular - Banco Pastor		Ibercaja: - Ibercaja - CAI - Caja Círculo - Caja Badajoz } Caja 3	
Liberbank: - Cajastur - CCM - Caja Extremadura - Caja Cantabria		Banco Mare Nostrum: - Caja Murcia - Caja Granada - Caja de las Baleares	
BFA - Bankia: - Caja Madrid - Bancaja - Caja Insular - Canarias - Caixa Laietana - Caja Ávila - Caja Segovia - Caja Rioja		Unicaja: - Unicaja - Caja Jaén - Caja Duero - Caja España } CEISS	
Bankinter: - Bankinter		Otros bancos medianos: - Evo Banco - Banca March	

Fuente: Arcano

¿Cuáles son los beneficios de la financiación no bancaria para la economía?

- **Primero:** la diversificación de fuentes de financiación favorece precisamente a la propia banca, ya que en un contexto de contracción masiva del crédito bancario (como el experimentado recientemente) caen empresas solventes y no solventes, lo que eleva la morosidad, factor que a su vez provoca aún mayores contracciones crediticias, generando un diabólico círculo vicioso. Si en un escenario de crisis bancaria las empresas solventes pueden emitir bonos, la morosidad no subiría tanto como en el caso de sólo depender de financiación bancaria, lo que acaba beneficiando a la propia salud financiera de la banca. Además, con el proceso de contracción de entidades bancarias, muchas han observado cómo la concentración de crédito hacia ciertas empresas ha aumentado más de lo deseable; la introducción de la financiación no bancaria permite reducir dichas concentraciones, lo que a su vez mitiga el riesgo bancario.
- **Segundo:** permite reactivar las inversiones, ya que la financiación de largo plazo promueve las inversiones, lo que a su vez reanima al empleo (hoy en día en España y en Europa la ratio de inversiones sobre PIB se encuentra en los niveles más bajos de su historia, lo que en parte explica el alto desempleo).
- **Tercero:** limita el riesgo del contribuyente, ya que cuando un banco quiebra ha de ser rescatado por el Estado (si no se hiciera se provocaría una caída en cascada de muchos bancos lo que elevaría enormemente el desempleo, como ocurrió en los años treinta); si un bono quiebra no hay que rescatar a nadie con el dinero del contribuyente. Los inversores de bonos y de fondos de deuda son inversores institucionales que invierten su dinero a medio y largo plazo. Los bancos emplean en sus préstamos principalmente el dinero del depositante. Si quiebra un bono no se pone en riesgo el dinero de un depósito, factor clave que explica la importancia sistémica de los bancos y porqué han de garantizarse la mayoría de los depósitos por el contribuyente.

- **Cuarto:** puede limitar la expansión de los activos bancarios en proporción al PIB de un país. Cuando los bancos crecen desorbitadamente, como los bancos islandeses, irlandeses o chipriotas de antes de la crisis, llega un momento en que los activos representan una enorme proporción de sus PIB por lo que ante una crisis el Estado puede resultar incapaz de rescatar a sus propios bancos, lo que a su vez puede generar una crisis económica y financiera de magnitudes bíblicas. La financiación no bancaria permite diversificar fuentes de financiación y limitar este riesgo sistémico.
- **Quinto:** la emisión de bonos lleva pareja un ejercicio de transparencia (folleto de emisión), de buen gobierno corporativo y de recurrencia de la información emitida. Dicho ejercicio es muy saludable para el buen hacer de las empresas, y limita los riesgos corporativos, lo que a su vez redundará en el beneficio del prestamista. Asimismo, el precio de mercado del bono supone una valoración objetiva de la solvencia del emisor, frente a la valoración subjetiva o discrecional que (aun teniendo en cuenta las regulaciones del Banco de España) mantienen los bancos sobre los préstamos en su balance. Un mercado de capitales activo resta capacidad al sistema bancario. Por eso por ejemplo muchos bancos en los EE. UU. prefieren prestar dinero en formato de bonos.
- **Sexto:** por último, es deseable para conseguir un aumento del crédito en proporción al crecimiento nominal del PIB (de forma que no aumente la relación entre crédito y PIB, antesala de una crisis bancaria). Esto quiere decir que aunque la banca poco a poco expanda su financiación, su situación le impedirá hacer crecer ésta tan rápidamente como crecerá el PIB nominal, generando un hueco que al ser rellenado por la financiación no bancaria permite a la economía lograr la financiación deseable y diversificada para sostener el crecimiento.

El futuro de la financiación no bancaria

La financiación al sector corporativo como porcentaje del PIB, ha fluctuado durante el periodo 1983-2013, entre un 40% (1996) y un 141% (2T 2011). De igual forma, la financiación bancaria española al sector corporativo, como porcentaje del PIB ha fluctuado en ese periodo entre un 38% (1996) y un 95% (Junio 2010). A mediados de 2014, la financiación bancaria española a empresas suponía tan sólo un 55% del PIB²⁸.

Las empresas españolas son ahorradoras netas de inversiones (ahorran alrededor de un 4% del PIB al año). Con todo, su volumen inicial de apalancamiento era tan alto que se han visto afectadas por la dificultad para refinanciar préstamos pasados otorgados, lo que las ha obligado a reducir las inversiones (bajando de un 30% del PIB en 2007 a un 17% actualmente). Además, la venta de activos explica parte del desapalancamiento de los últimos 3 - 4 años. Las instituciones financieras españolas han cortado el crédito total en un 40% del PIB desde el máximo en 2008. Muchas PYMEs que se encontraban en una situación financiera estable, y que financiaban activos a medio plazo con pasivos a corto plazo, han desaparecido por la reducción del crédito. Al mismo tiempo, muchas instituciones financieras han reducido la vida media de los préstamos corporativos, provocando la contracción de otros mercados como el del *project finance* clave para financiar inversiones en infraestructuras.

Actualmente, los bonos emitidos por empresas alcanzan los €117.000 millones (un 11% del PIB), y están creciendo sustancialmente. De los €117.000 millones que representa la financiación no bancaria actualmente, estimamos que €22.000 millones se emitieron en 2014²⁹. Por tanto, la financiación a la empresa española en 2014, excluyendo bancos internacionales, supuso un 66% del PIB, de los que un 83% corresponde a instituciones financieras y un 17% a financiación no bancaria.

²⁸ El endeudamiento de la empresa española no obstante es superior a su financiación bancaria, ya que incluye otras magnitudes relevantes, entre otras la financiación de la banca extranjera (una parte importante de dicha financiación no obstante se sitúa en las filiales extranjeras de matrices españolas). Para simplificar la situación hemos asumido que la financiación extranjera bancaria recibida por la empresa española equivale a la financiación bancaria española recibida por empresas extranjeras.

²⁹ La mitad en *high yield*, la otra mitad en *investment grade*.

Mirando hacia el futuro: estimando el valor de la financiación no bancaria

Proponemos una metodología para estimar la importancia de la financiación no bancaria en España hasta el año 2020 y ofrecemos nuestros resultados y conclusiones en el siguiente análisis.

Metodología

Para estimar el valor de la financiación alternativa como porcentaje del PIB (hasta 2020), estimamos el crecimiento del PIB, la penetración del crédito corporativo (como porcentaje del PIB), préstamos bancarios a empresas (como porcentaje del PIB) y finalmente el valor de la financiación no bancaria (calculado como la diferencia entre la penetración del crédito corporativo y el crédito corporativo otorgado por instituciones financieras españolas). A continuación explicamos cada uno de los pasos:

- 1) **Estimación del crecimiento del PIB:** el primer paso es calcular el crecimiento del PIB español hasta 2020. Esta cifra debería estar en €1,34 billones en 2020, usando las previsiones del gobierno hasta 2015 (que en nuestra opinión son conservadoras) y asumiendo un crecimiento nominal del 3% de 2017 al 2020 (1% inflación y 2% crecimiento real).
- 2) **Estimación de la penetración del crédito:** en segundo lugar, estimamos la penetración crediticia corporativa teniendo en cuenta el desapalancamiento esperado hasta 2020. Actualmente, la penetración del crédito se encuentra en el 66% del PIB, y estimamos que esta cifra aumente ligeramente hasta el 2020 a razón de un 1% al año (previsión que juzgamos conservadora ante el resurgir del sector inmobiliario).

¿Por qué es esta previsión conservadora? La intensidad del crédito, es decir, cuántas unidades de deuda necesitas para crecer una unidad del PIB, ha sido en los últimos años relativamente alta (3:1), pero actualmente es negativa (lo que es muy saludable), impulsada por las exportaciones, que son menos sensibles al crédito. Habiendo dicho esto, pensamos que el crédito como porcentaje del PIB debería empezar a crecer tan pronto como la financiación a medio plazo esté disponible, dado que la ratio de inversión y la construcción de viviendas necesitan crecer (la construcción de viviendas actualmente representa menos de un 5,5% del PIB, comparado con una media del 8% en las últimas décadas). Esto significa que la penetración de crédito corporativo estimada del 72% hasta 2020 tiene el potencial de ser más alta. Como las inversiones están más relacionadas con financiación a largo plazo (donde la financiación bancaria es menos accesible), la cuota de mercado de la financiación alternativa podría incrementarse si esta ratio aumenta.

- 3) **Estimación de la financiación bancaria a empresas:** para calcular la financiación bancaria a empresas usamos la siguiente metodología:
 - Asumimos que la ratio de préstamos sobre depósitos de los bancos españoles pasará del 110% actual al 104% en 2020 a razón de un 1% de reducción al año²⁹.
 - Asumimos que los depósitos totales como porcentaje del PIB se mantienen estables.
 - Calculamos el valor total de los préstamos bancarios españoles (a todos los sectores de la economía) dado el nivel total de depósitos y la ratio de préstamos sobre depósitos estimado.
 - Estimamos el valor total de los préstamos bancarios españoles a empresas (que serán solo una porción de los préstamos totales) asumiendo que del total de la caída en el valor de estos préstamos como porcentaje del PIB, 2/3 corresponden con la caída en préstamos a empresas, mientras que el tercio restante corresponde con hipotecas. Esto significa que el valor de los préstamos bancarios españoles a empresas como porcentaje del PIB se reduce aproximadamente un 1% al año.
- 4) **Cálculo del valor implícito de la financiación no bancaria:** con nuestras previsiones para la penetración crediticia total y préstamos bancarios españoles a empresas, podemos calcular el valor implícito de la financiación alternativa (como porcentaje del PIB) simplemente restando el último término al primero (es decir que aunque los bancos suban su inversión crediticia, ésta sube menos que el PIB nominal, y el espacio restante en financiación requerida por la economía lo ocupa la financiación no bancaria).

²⁹ El sector privado español ahorra aproximadamente un 7% del PIB, un 4% las empresas, un 3% los particulares.

Resultados

En la siguiente tabla presentamos los resultados. El resumen es el siguiente:

- Penetración del crédito corporativo llega al 72% del PIB en 2020.
- Préstamos bancarios españoles a empresas como porcentaje del PIB caerá de un 55% actual a un 50% en 2020.
- Los préstamos y depósitos van convergiendo, resultando en una ratio de préstamos sobre depósitos del 104% en 2020.
- La financiación no bancaria como porcentaje del PIB aumentará del 17% actual al 31% en 2020 (muy por debajo de las penetraciones actuales de la financiación no bancaria en otros países occidentales).

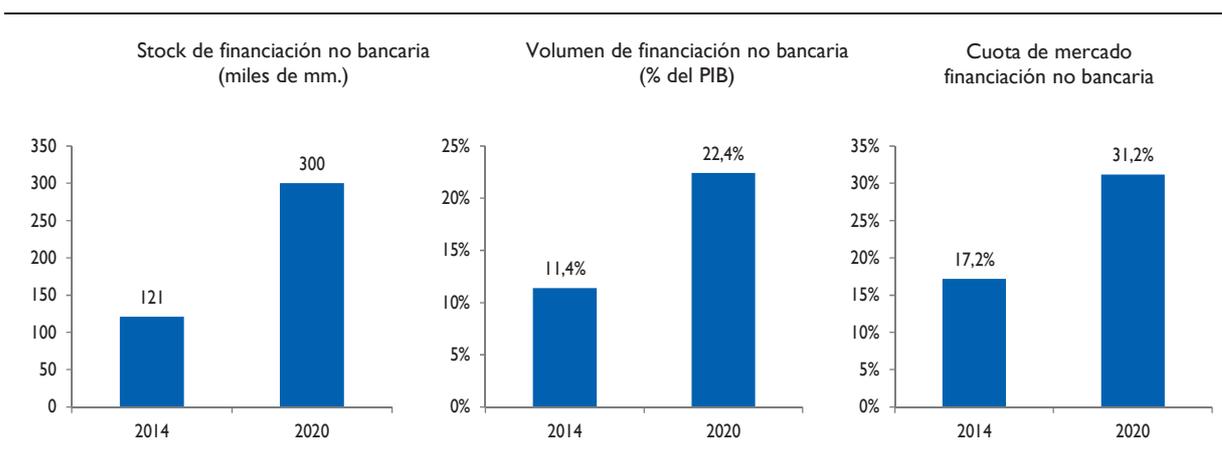
Tabla 2.11. Financiación bancaria y no bancaria)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB Nominal (€ miles de mm.)	1.049	1.065	1.101	1.145	1.191	1.238	1.288	1.339
Variación real	-1,3%	1,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Deflactor del PIB		0,1%	0,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Variación nominal	-0,3%	1,4%	2,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Penetración del crédito corporativo (€ miles de mm.)	701	703	738	779	822	867	914	964
Penetración del crédito corporativo (% del PIB)	66,8%	66,0%	67,0%	68,0%	69,0%	70,0%	71,0%	72,0%
- Bancos españoles (% del PIB)	58,8%	54,6%	53,8%	52,9%	52,1%	51,3%	50,4%	49,6%
- Financiación no bancaria (% del PIB)	8,0%	11,4%	13,2%	15,1%	16,9%	18,7%	20,6%	22,4%
Sistema Financiero Español								
Depósitos (% del PIB)	126,1%	126,1%	126,1%	126,1%	126,1%	126,1%	126,1%	126,1%
Préstamos (% del PIB)	145,0%	138,7%	137,4%	136,2%	134,9%	133,7%	132,4%	131,1%
Préstamos / Depósitos	115,0%	110,0%	109,0%	108,0%	107,0%	106,0%	105,0%	104,0%
Préstamos bancarios totales (€ miles de mm.)	1.390	1.477	1.513	1.559	1.607	1.655	1.705	1.756
Préstamos a empresas (% del PIB)	58,8%	54,6%	53,8%	52,9%	52,1%	51,3%	50,4%	49,6%
Préstamos a empresas (% préstamos totales)	44,4%	38,3%	39,1%	38,9%	38,6%	38,3%	38,1%	37,8%
Préstamos a empresas (€ miles de mm.)	617	565	592	606	620	635	649	664
Nuevo crédito a las empresas (€, variación interanual)		-8,4%	4,8%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Nuevo crédito a las empresas (% del PIB)	-4,0%	-4,2%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
Financiación no bancaria								
Volumen de la financiación no bancaria (% del PIB)	8,0%	11,4%	13,2%	15,1%	16,9%	18,7%	20,6%	22,4%
Stock de la financiación no bancaria (€ miles de mm.)	84	121	146	173	201	232	265	300
Crecimiento neto de la financiación no bancaria (€ miles de mm.)		37	24	27	29	31	33	35
Refinanciación de créditos existentes de la financiación no bancaria (a 1/4 del stock del año anterior)		21	30	36	43	50	58	66
Volumen bruto de la financiación no bancaria (€ miles de mm.)		58	55	63	72	81	91	102
Volumen neto de la financiación bancaria (€ miles de mm.)	617	565	592	606	620	635	649	664
Financiación no bancaria (% financiación total)	12,0%	17,2%	19,7%	22,2%	24,5%	26,8%	29,0%	31,2%

Fuente: Banco de España y Arcano

- **El crecimiento de la financiación no bancaria ha sido asombrosamente bajo en el pasado:** en los años 2011 y 2012, prácticamente no había transacciones, sólo bonos corporativos emitidos por empresas muy grandes como Telefónica. En 2014, el volumen de financiación alternativa ha sido considerable, con muchas emisiones de bonos y transacciones de *direct lending*.
- **El stock de financiación no bancaria debería alcanzar un valor de €300.000 millones en 2020, comparado con los €84.000 millones en 2013.** Esto supone un incremento de 3,6 veces. Como porcentaje del PIB, esta cifra debería pasar del 8% en 2013 al 22% en 2020. Este cálculo tiene potencial de aumento en a) penetración crediticia (72% del PIB es una cifra conservadora) y b) la cuota de mercado de la financiación no bancaria (31% estimado para 2020 es muy inferior a las cifras actuales de Alemania, EE. UU., Reino Unido y Francia).

- **La financiación no bancaria podrá coexistir en un futuro con la financiación bancaria;** lo lógico es que a medio plazo la financiación bancaria impere en los cortos plazos y en empresas pequeñas, y la no bancaria en largos plazos y en las grandes.
- **La oferta de crédito no bancario provendrá de diferentes fuentes:** i) nuevas emisiones de bonos (mercado internacional, AIAF³¹ y MARF³²), ii) préstamos *direct lending* y *rescue finance*, y iii) nuevas oportunidades en titulaciones de préstamos a PYMEs, bonos garantizados con préstamos a PYMEs, y la apertura del mercado de *project bonds*³³. Con todo el mayor desafío para alcanzar el volumen proyectado (€300.000 mm.) dependerá de la rapidez del sector corporativo para emitir papel (bonos en su mayor parte) al ritmo que marca la demanda. Para esto será clave el papel proveniente de titulaciones y de cédulas

Tabla 2.12. Financiación no bancaria

Fuente: Arcano

La banca presta un servicio indispensable a una sociedad. Mediante el crédito se consigue canalizar el ahorro hacia proyectos productivos, lo que produce en zonas muy deprimidas la erradicación de muchas bolsas de pobreza, facilita la industrialización de un país (España en los sesenta), o permite que una pareja joven pueda disfrutar de una vivienda en propiedad (canalizando los ahorros vía depósitos de las generaciones más crecidas que ya han pagado su casa y que están ahorrando dinero para afrontar la jubilación). Sin embargo, hemos aprendido de la crisis que la diversidad en fuentes de financiación es buena y sana para una economía, incluyendo entre los beneficiarios a la propia banca. De hecho, el Reino Unido y los EE. UU. ya han alcanzado el nivel de producción que tenían antes de la crisis. Europa continental aún no lo ha conseguido. La diversidad de las fuentes de financiación es uno de los motivos.

La financiación de la PYME española y la demanda de crédito

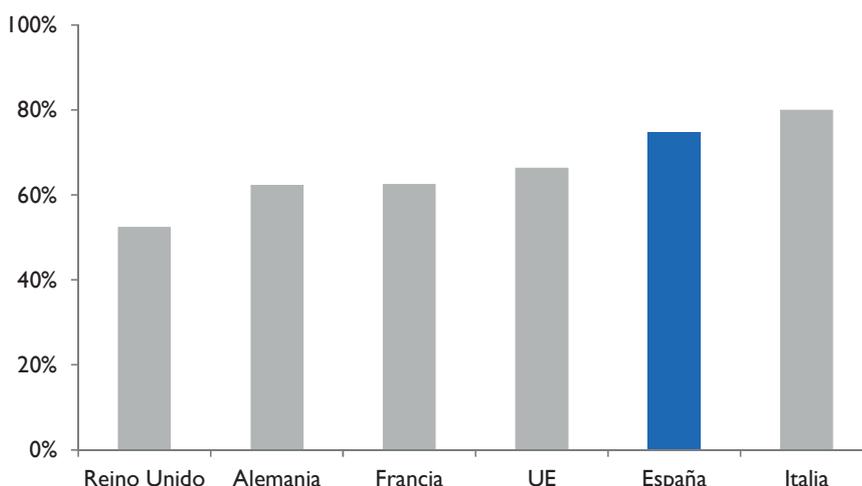
España es una economía muy dependiente de la PYME. Las pymes españolas representan dos tercios de nuestro PIB y casi cuatro quintas partes del empleo. Por lo tanto si sufre la financiación de la PYME la economía y el empleo de un país como el nuestro se resiente enormemente.

³¹ Mercado de emisiones de renta fija privada oficial español, perteneciente a BME.

³² Mercado Alternativo de Renta Fija, véase p. 36.

³³ Las medidas recientes anunciadas por el BCE contribuirán a un crecimiento exponencial de los títulos expuestos en este epígrafe.

Tabla 2.13. Porcentaje de empleo generado por las PYMEs (*)

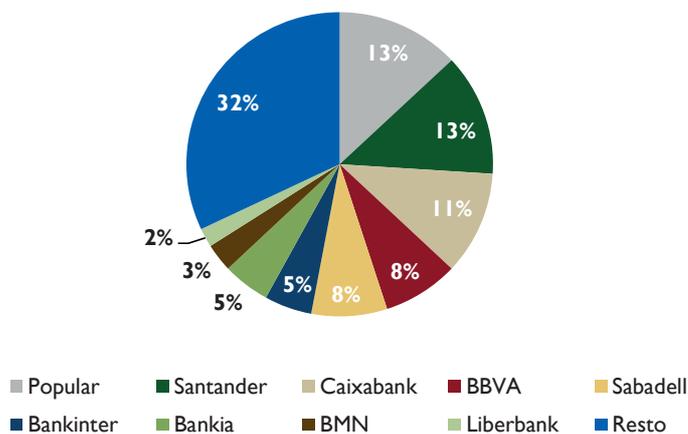


Fuente: Comisión Europea "SBA Fact Sheet 2013".

(*) Por PYME entendemos empresas con una facturación inferior a €50 m.

La irrupción de Basilea III supuso un doloroso proceso para muchas PYMES ya que no sólo se contrajo el crédito bancario, sino que dicha contracción fue masivamente dirigida hacia el universo PYME, lo que resultó en una enorme pérdida de producción y de empleo. Por último la enorme concentración bancaria acaecida en España en los últimos años ha resultado en un mercado de oferta restringida, lo que aumenta la concentración del riesgo y puede comprometer el crédito futuro.

Tabla 2.14. Cuota de mercado de créditos a las PYMEs (2013)



Fuente: Finae Partners

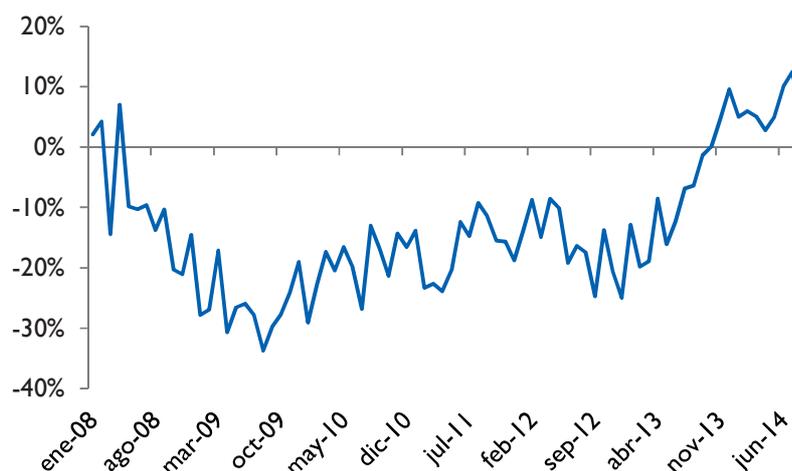
Para apuntalar el cambio de tendencia en la economía española es fundamental tejer una red de financiación amplia y estable para las PYMES. En nuestra opinión dicho cambio de tendencia se está materializando, y la financiación hacia la PYME no hará más que mejorar.

Por un lado, la demanda de crédito, que ha sido muy negativa en los últimos años en un contexto en el que la PYME buscaba eminentemente reparar sus balances ha experimentado un cambio durante 2014. De hecho, el Banco de España afirmaba ya en el segundo trimestre de 2014 que se percibía que la demanda de crédito de la empresa española en general no sólo había dejado de caer, sino que estaba en aumento.

Por otro, la oferta de crédito se ha ido multiplicando. Observemos las diferentes líneas que se están abriendo:

- La financiación bancaria a PYMEs, concretada como flujo de nuevo crédito de menos de un millón de euros, entró en positivo en Diciembre de 2013, y ha acelerado dicha senda durante 2014. Toda la evidencia parece apuntar a que dicha tendencia sigue fortaleciéndose (así el ICO, que cuenta con un 10% de este mercado, afirmó públicamente que su concesión de préstamos PYME del primer semestre de 2014 había resultado en el más intenso de crédito en la historia de dicho organismo público, de cuarenta años de antigüedad)³⁴. La mejora en solvencia y liquidez de la banca, y la introducción de las medidas extraordinarias del BCE en especial el TLTRO, apuntalarán dicha tendencia.

Tabla 2.15 Nuevos préstamos de hasta €1 m. a sociedades no financieras



Fuente: Banco de España

- Por otro lado, el gobierno español creó a finales de 2013 un mercado de bonos para empresas medianas, el MARF³⁵, en el que los inversores institucionales (sobre todo aseguradoras) podían canalizar una exigua parte de sus ahorros hacia empresas industriales con *rating* y con el ejercicio de transparencia necesaria para la emisión de bonos. La necesidad de dicho mercado estriba en el hecho de que para acceder al mercado tradicional de bonos (bien en su variante de grado de inversión, *investment grade*³⁶, o en su variante de alto rendimiento, *high yield*³⁷), los volúmenes de emisión mínimos (unos €200 m) provocan que sólo empresas muy grandes (con EBITDAs superiores a €80 m) puedan acceder a dicha vía de financiación. El MARF permite a empresas medianas (EBITDA desde €15 m. hacia arriba) acudir a esta fuente de financiación que antes no existía. Aunque es previsible que la trayectoria del mercado continúe expandiéndose con éxito (en menos de nueve meses desde su creación ocho empresas habían obtenido financiación por valor de €341 m.), su mayor limitación estriba en que no permitirá acceder a él a las empresas pequeñas, ya que la liquidez mínima necesaria en una emisión (unos €20 m) viene a impedir que empresas con EBITDA muy pequeños puedan emitir. La pregunta clave por tanto es ¿cómo abrir el mercado de capitales a dichas empresas? La respuesta son las cédulas y las titulaciones.
- Las cédulas y las titulaciones pueden irrumpir muy rápidamente en la financiación de las PYMES. Una titulización es el resultado de ceder a un vehículo (*special purpose vehicle*) las rentas provenientes de un activo, y financiar dicha entidad con la emisión de una serie de bonos que tienen derecho a dichos flujos. Los bonos pueden ser todos de una misma clase (*unitranche*) o bien de diferentes clases de riesgos (*multitranché*). Las titulaciones han sido muy importantes para financiar todo tipo de activo, incluyendo alquileres de coches, hipotecas o préstamos de estudiantes. Una cédula (*covered bond*) es un bono emitido por una entidad bancaria y respaldado por un

³⁴ De hecho duplicando el crédito otorgado el mismo periodo del año anterior.

³⁵ Arcano actuó como uno de los ideólogos de dicho mercado y asesoró al Ministerio de Economía en su diseño.

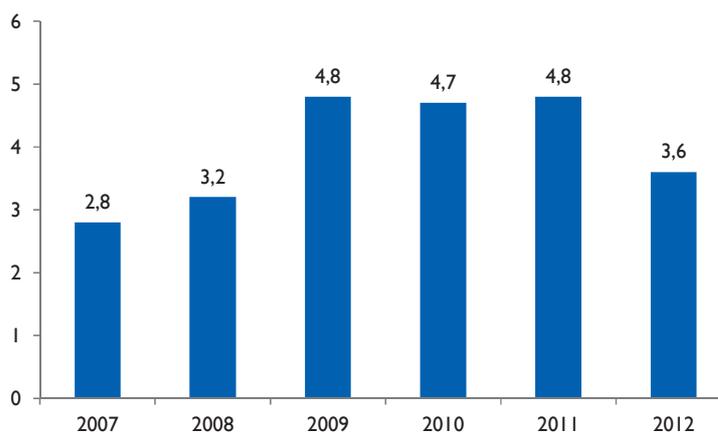
³⁶ Calificaciones de BBB- hacia arriba.

³⁷ Calificaciones de BB+ hacia abajo.

activo. En España se han empleado para emitir bonos respaldados por hipotecas (de hecho la legislación actual no permitiría otro subyacente), de forma que el adquirente de dicho título disfruta de dos garantías, el activo que subyace al bono, y en caso de impago, el recurso contra la entidad bancaria que tiene que honrar su pago (nunca ha habido un impago de una cédula española). En una titulización sólo hay un único recurso sobre el activo subyacente, no contra el cedente, de ahí que en el caso de una cédula el pasivo figure en el balance de un banco y en el caso de una titulización generalmente no. La tendencia emergente es doble. Por un lado se reabrirán los mercados de titulización, movimiento apoyado por las medidas recientemente anunciadas por el BCE. Dichos vehículos podrán aunar riesgos atomizados, diversificados y con un componente común correspondiente a PYMEs, y emitirán en su pasivo bonos que se harán acreedores de los flujos de caja inherentes a dichos riesgos. Por otro lado muchos bancos europeos procederán a mutar sus préstamos PYME en cédulas con subyacente PYME, para ceder la parte más *senior* (la más difícil de quebrar) al BCE. Dicho movimiento puede resultar en que un mismo crédito de 1.000 euros a una PYME pueda consumir menos capital en formato de cédula o de titulización, lo que generaría un enorme incentivo a la banca para prestar más. España aprobará a finales de 2014 una nueva ley financiera en la que se facilitarán las titulizaciones, de forma que el país contará con uno de los regímenes legales más avanzados en esta fuente de financiación clave.

Con todo, es conocido que a pesar de las exageraciones, y también a pesar del enorme esfuerzo de desapalancamiento, la empresa española en general presenta un exceso de endeudamiento y una carencia de suficientes fondos propios, como señalamos en la siguiente gráfica.

Tabla 2.16. Ratio de deuda financiera neta sobre EBITDA en las PYMEs



Fuente: Finae Partners y Banco de España

Del aún elevado nivel de deuda se deduce que las medidas encaminadas a reabrir la financiación a la PYME se quedan cojas si además no se instrumentan medidas para fortalecer los fondos propios. En este segmento se han realizado esfuerzos, pero aún se ha cristalizado poco. Así por un lado el programa FondICO³⁸ permite que empresas de capital riesgo (*private equity*) del segmento de crecimiento obtengan financiación para ser empleada a su vez en incrementar los fondos propios de empresas objetivo que presenten buenas tasas de crecimiento orgánico; a su vez dicho programa ha financiado al segmento de *venture capital*, o gestoras que invierten en forma de recursos propios en empresas de conocimiento, sobre todo tecnología (la tragedia de la innovación española ha tenido mucho que ver con la ausencia de una industria de *venture capital* española relevante). Por otra parte bancos españoles, junto a consultoras y otros bancos de inversión han planteado soluciones para empresas solventes con excesivo apalancamiento para convertir la deuda en fondos propios y dar estabilidad a la empresa. Por último se creó el Mercado Alternativo Bursátil en 2009, equivalente al AIM británico, para facilitar el acceso a la financiación vía fondos propios a las empresas pequeñas, pero por diferentes motivos su trayectoria hasta ahora ha sido decepcionante.

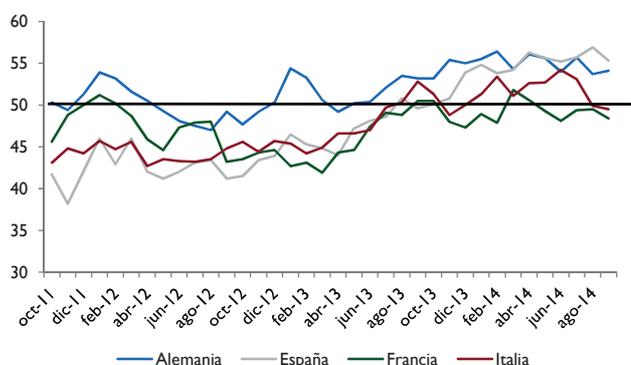
³⁸ Arcano actúa como asesor del ICO en dicho programa.

Conclusión: impacto de la llegada de la liquidez a la economía española

Nos encaminamos hacia un mundo en el que el acceso a la financiación estará íntimamente ligada a la dimensión de la empresa que busca dicha financiación. El gran reto a afrontar por España es la conversión de muchas micro empresas en empresas más grandes, de forma que se facilite el acceso al crédito, se abarate, y de paso se consiga un mayor nivel de productividad (íntimamente relacionada con la dimensión de la firma) y por lo tanto mayor músculo exportador. Los progresos obtenidos hasta la fecha en esta dirección han sido decepcionantes.

Como hemos expuesto en la introducción de este capítulo, la llegada de la liquidez a la economía ha sido clave para generar crecimientos que muy pocos analistas preveían. La liquidez comenzó a fluir a primeros de 2014, lo que provocó que los indicadores de confianza de los gestores de compra (PMI)³⁹ comenzaran a subir por encima de 50, augurando una aceleración del PIB futuro, hasta al punto que a la fecha de la publicación de este informe, los PMI pronostican que España será la economía que más crezca en 2015 de las grandes economías de la zona euro.

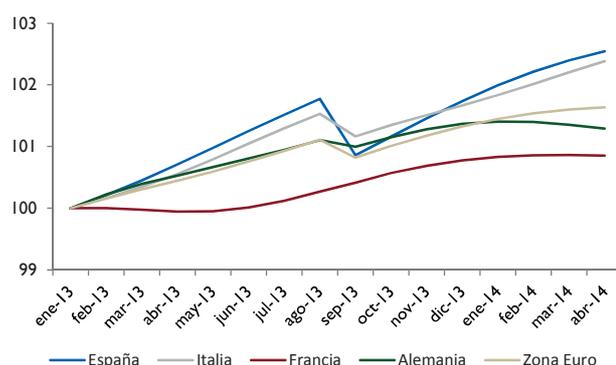
Tabla 2.17. PMI compuesto⁴⁰



Fuente: Markit

Esta tendencia también se percibió en los indicadores sintéticos de actividad.

Tabla 2.18. Indicador Sintético de Actividad (base Enero 2013)⁴¹



Fuente: OCDE

³⁹ Los índices de gestores de compras (PMI) son encuestas mensuales que se realizan sobre centenares de empresas, que exponen las tendencias que observan en actividad económica en diferentes dimensiones (empleo, producción, exportaciones, inversiones...), de forma que señales superiores a 50 muestran aceleración de la economía y por debajo de 50 desaceleración. Es una de las estadísticas de mayor potencia y calidad para explicar el comportamiento del PIB futuro.

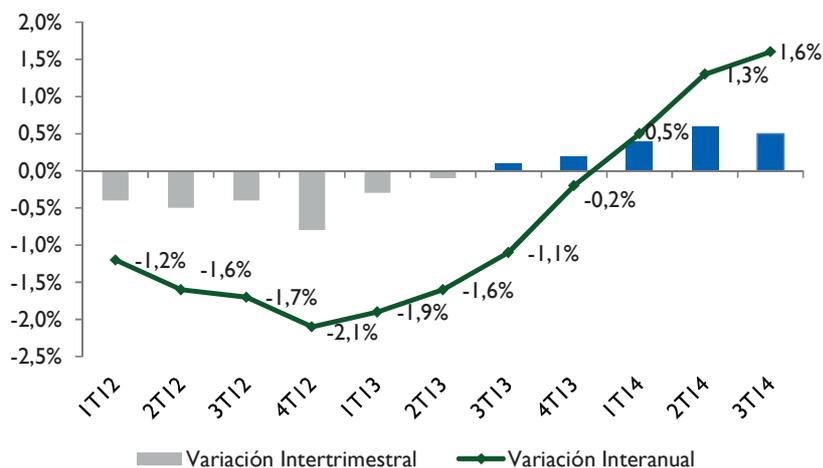
⁴⁰ El PMI compuesto es la media ponderada entre el PMI del sector manufacturero y el PMI del sector servicios.

⁴¹ El Indicador Sintético de Actividad se construye sobre diferentes niveles de actividad económica, con el objetivo de pronosticar crecimientos o decrecimientos futuros.

La producción y el empleo han respondido al estímulo que la liquidez ha generado en la confianza.

En este capítulo hemos presentado suficientes argumentos para entender que dicha llegada es sostenible en el tiempo, de calidad (extensión de las duraciones) y diversificada. La liquidez permite reactivarse a la demanda (PIB), con el efecto de que hoy la economía española es la que más crece de las cuatro grandes economías del zona euro tal y como pasamos a fundamentar en el siguiente capítulo.

Tabla 2.19. Evolución del PIB español



Fuente: INE

Con todo, aunque la recuperación del crédito esté reanimando a la economía, es importante precisar que el flujo de nuevo crédito (unos €30.000 m. al mes) es muy inferior a los flujos que registraba la economía en el pasado (en 2004 el flujo mensual era de €80.000 m. y en 2007 de €110.000 mm.). La buena noticia es que hemos generado un modelo de recuperación económica no adicto al crédito excesivo, lo que hará que la recuperación sea sostenible en el tiempo.

La inquietud y el riesgo, como no podría ser de otra forma, es si como sociedad somos capaces de vivir con dosis sanas de crédito (una relación entre crédito y PIB estable) o volvemos a depender masivamente de la deuda, como durante el periodo 2000-2007, entramos en la complacencia a la hora de analizar el riesgo, y gestamos las bases de una futura crisis bancaria, la famosa hipótesis de inestabilidad financiera de Hyman Minsky (que viene a decir que muchos años de crecimiento llevan a la complacencia, y ésta a no medir bien el riesgo a la hora de conceder un crédito, y cuando cambia el ciclo se genera el efecto contrario, provocando una crisis financiera y económica). Ojalá la terrible crisis vivida estos años y de la que nos hemos recuperado con el encomiable esfuerzo de todos los españoles nos avive la memoria y nos evite caer en errores pasados.

3. Aceleración de la demanda

“No está lejos el día en que los problemas económicos pasen a ser preocupaciones secundarias, y el corazón y la cabeza se centren en nuestros problemas reales, que son los problemas de la vida y de las relaciones humanas o las reflexiones sobre la creación, el comportamiento y la religión”.

John Maynard Keynes

La recuperación de la demanda se acelerará

En el tercer trimestre de 2014 la economía española creció un 0,5% frente al trimestre anterior, el mejor dato de crecimiento de las grandes economías europeas. Casi con toda seguridad España crecerá en 2014 un 1,3%, y la zona euro un 0,7%; o sea, España crece casi al doble que la zona euro. Si contemplamos en perspectiva dicha realidad no cabe sino asombrarse de lo rápido que una economía puede sorprender al mercado.

Con todo, la recuperación de España, que expusimos en Otoño de 2012 (“el momento para invertir en España”) y en Otoño de 2013 (“la economía está punto de darse la vuelta espoleada por el consumo y la financiación”) en nuestros sendos informes ha seguido un patrón clásico: primero se recuperaron las exportaciones, gracias entre otros factores, a la mejor competitividad motivada por la deflación salarial y el incremento de productividad; la recuperación de las exportaciones dio pie a una mejora de las inversiones no residenciales, que entraron en positivo el tercer trimestre de 2013 y se aceleraron durante 2014; a su vez las inversiones llevaron pareja una fuerte creación de empleo, factor que obviamente espoleó al consumo, que partía de bases muy deprimidas. Aunque este esquema de recuperación económica es clásico, la complejidad ligada a una crisis económica asociada a una gran crisis bancaria y a la ausencia de divisa propia convertía a la situación española en difícil de pronosticar.

En cualquier caso su positiva evolución ha sido mucho más intensa y rápida de lo que casi todo el mundo pronosticaba. Valga un dato: el 80% de la reducción de desempleo en la zona euro el último año ha tenido lugar en España (como observamos en la siguiente tabla, desde Julio 2013 hasta Junio 2014 la reducción de desempleo en la Eurozona fue de 480.000, aportando España 384.000 del total).

Tabla 3. I. Evolución del desempleo en la Eurozona Julio 2013 - Junio 2014

	Alemania	Euro Zona	España	Francia	Italia
Variación vs máximo (miles)	-1165	-487	-446	-76	-25
Variación interanual (miles)	-85	-480	-384	-52	126

Fuente: Eurostat

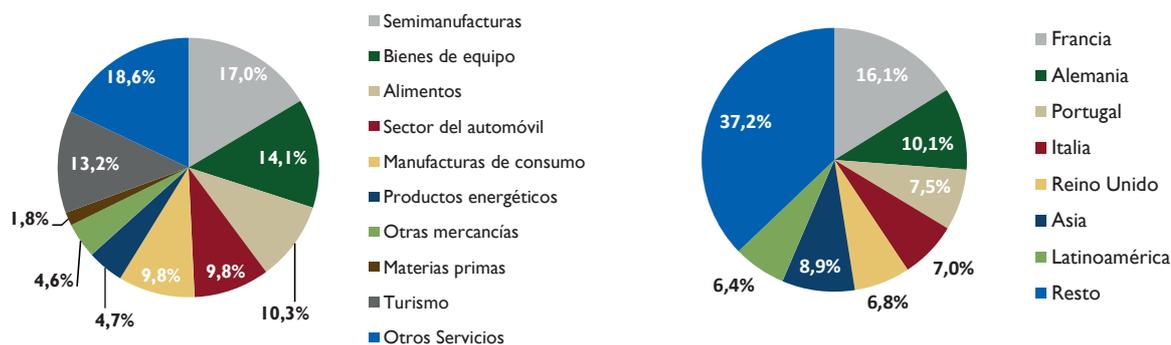
Observemos en este punto la situación actual y perspectivas de cada una de las importantes variables de demanda en el PIB: exportaciones, inversiones, consumo y gasto público.

Exportaciones

Hemos tratado extensamente las exportaciones españolas en la primera y segunda edición de este informe. El sector exportador español ha sido el gran protagonista de la recuperación del país, ya que ha permitido elevar el peso de las exportaciones de bienes y servicios como porcentaje del PIB un 10%, hasta el 35%, el segundo nivel más alto de las grandes naciones occidentales. En el primer semestre de 2014 las exportaciones españolas de bienes han sostenido estos niveles record, pero no han crecido como mucho analista (incluido este autor) esperaba (crecimientos al 4%) sino casi al 2%, ya que el crecimiento hasta Junio ha sido más exiguo; aunque los datos de Julio y Agosto son más volátiles, la tendencia entre Enero y Agosto ha sido la de un crecimiento del 1,5% (que aunque por debajo de lo estimado, contrasta positivamente con el comportamiento de las exportaciones de los principales socios comerciales de España, lo que supone que España sigue ganando cuota de mercado regional)⁴².

⁴² Los datos de exportaciones nominales difieren de los reales, especialmente en un contexto de apreciaciones o depreciaciones de divisa. Con todo, a efectos del PIB la cifra importante es el volumen real de exportaciones, que es la que comentamos en este apartado.

Tabla 3.2. Exportaciones de bienes y servicios españoles, desglose por actividad y geografía



Fuente: ICEX y Banco de España

Los motivos de la desaceleración del primer semestre estriban en: i) la fortaleza del euro hasta final de Mayo, y ii) la debilidad del comercio mundial durante el primer semestre, provocada a su vez por varios factores:

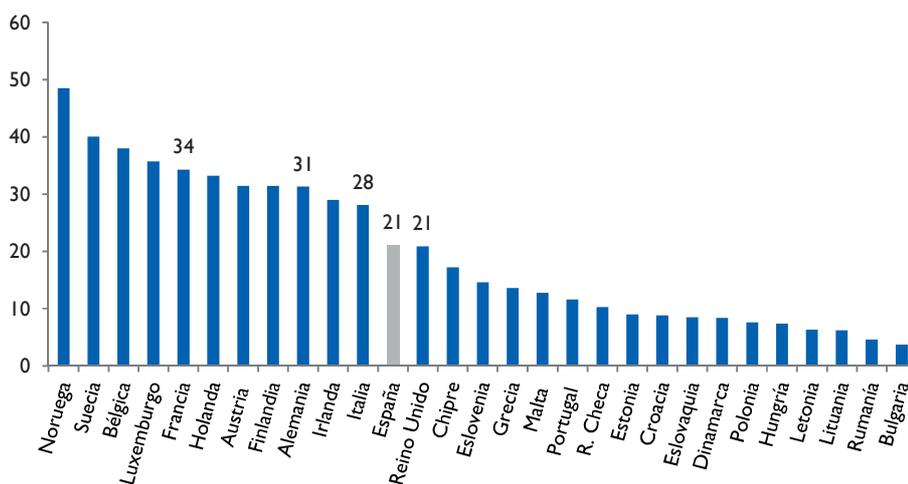
- a) La contracción temporal de la economía de los EE. UU. durante el primer trimestre.
- b) La debilidad de la zona euro.
- c) La debilidad de los países emergentes.

Con todo, la debilidad del euro desde el mes de Junio parece haber marcado un punto de inflexión.

Aparte de la coyuntura, nuestra opinión sigue siendo que España seguirá contando con un tejido exportador altamente competitivo, fundamentado en:

- a) Costes laborales una tercera parte inferiores a los de los principales socios comerciales (21 euros la hora de trabajo vs. 28 en la zona euro).

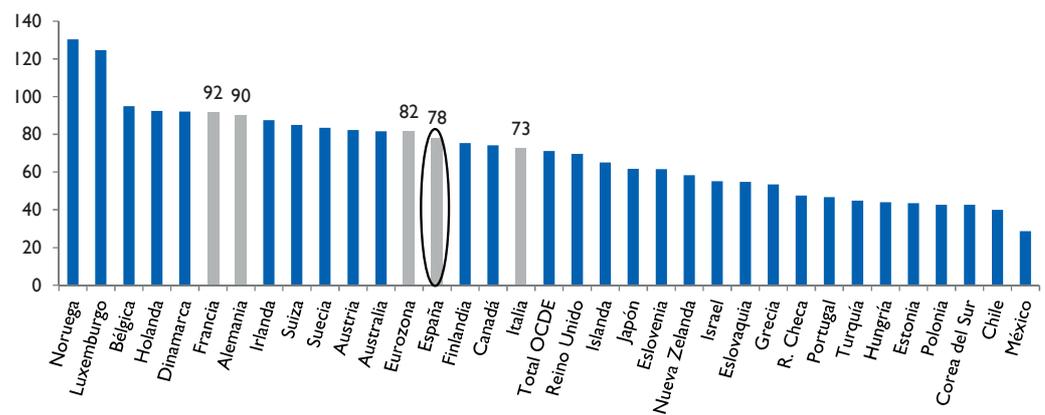
Tabla 3.3. Coste laboral (€) por hora trabajada (2013)



Fuente: OCDE

- b) Fuertes crecimientos de las productividades por hora trabajada desde el inicio de la crisis, frente al estancamiento en las productividades de los competidores de España, lo que ha permitido cerrar el relevante diferencial en productividad por hora trabajada entre España y la media de la zona euro a un 5%.

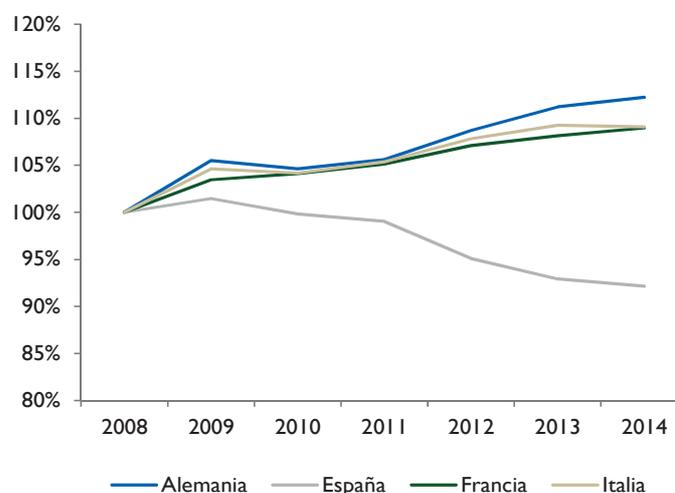
Tabla 3.4. Productividad Laboral vs. EE. UU., 2013 (EE. UU.=100)



Fuente: OCDE

- c) Como consecuencia de i) y de ii) los costes laborales unitarios (que tienen en cuenta variaciones de salarios y productividades⁴³) se sitúan en un nivel muy competitivo para seguir captando cuota de mercado en exportaciones y atraer inversión directa extranjera.

Tabla 3.5. Costes Laborales Unitarios (Base 2008)



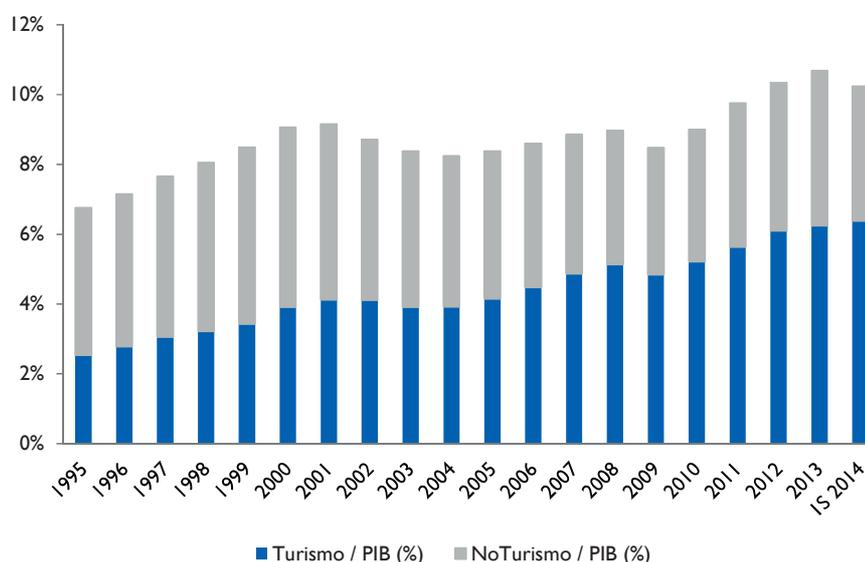
Fuente: OCDE

- d) Positiva evolución futura de los costes laborales unitarios; esta situación ventajosa continuará en el tiempo, ya que los costes laborales unitarios españoles siguen comportándose mejor que aquellos de los competidores comerciales de España (gracias a esta tendencia los exportadores españoles han podido reducir un 1% los precios de los productos exportados durante 2014), tendencia que no cambiará a futuro.

⁴³ Casi la totalidad de la mejora en competitividad española se debe a productividades crecientes, sin embargo tal y como exponemos en la sección de riesgos, a futuro no debería esperarse crecimientos de productividad superiores al 0,5 -1%, y por lo tanto la mejora relativa en costes laborales unitarios a futuro se deberá más a salarios creciendo a menor ritmo que en otros países.

- e) Crecimiento estructural, no cíclico del turismo; el sector turístico ha desafiado las predicciones sobre que su mejora era coyuntural debido a la primavera árabe, alcanzando record histórico por segundo año consecutivo (acabará 2014 con 64 millones de turistas, un 6% más que 2013, e ingresará un 7% más en euros que el año anterior), España es ya la segunda potencia turística mundial. Ingresa por turismo 20.000 millones más de euros de lo que el país se gasta en energía (España apenas tiene petróleo, pero ha sabido hacer de su sol un petróleo muy lucrativo).
- f) Relevancia de exportaciones de servicios no turísticos (por ejemplo ingeniería o informática): el sector exportador de servicios no turísticos, muy relevante por su baja elasticidad a precios⁴⁴, se ha convertido en un importante aunque desconocido pilar de dicha industria exportadora.
- g) Impacto que la vuelta de la financiación a la exportación (*trade finance*) tendrá en acelerar el motor exportador español, que se beneficia además de muy buenas infraestructuras.

Tabla 3.6. Exportación de servicios (% del PIB)



Fuente: Banco de España

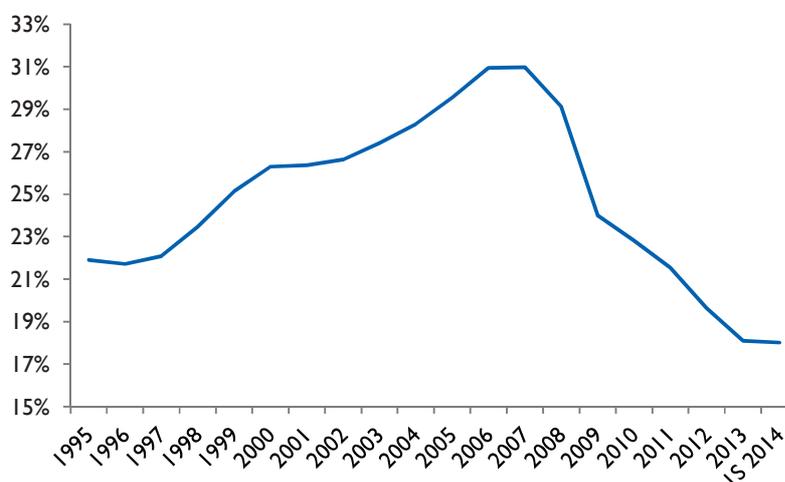
España ha tejido un eficiente modelo exportador que hay que afianzar, aunque a medida que crece la masa de exportaciones se hace más difícil mantener un alto nivel de crecimiento. Se han defendido medidas como abaratar el coste de los seguros sociales y equilibrarlo con una subida de IVA, lo que aceleraría la revolución del modelo exportador, de forma que se genere una “devaluación competitiva” que oriente más producción al exterior, pero el Ministerio de Hacienda apenas ha tomado medidas en esta dirección. En cualquier caso, la Organización Mundial del Comercio prevé que el comercio mundial duplique su crecimiento en 2015, desde el 2,4% al 5%. Esta tendencia beneficiará a los países exportadores, como España.

⁴⁴ La elasticidad mide el cambio en demanda de un bien o servicio en función del cambio en su precio. Así, el tabaco es muy poco elástico. Este concepto se aplica también a las exportaciones, de forma que cuanto menos elástica sean indica que son de mayor calidad, ya que son de más difícil imitación. El sector servicios es muy poco elástico, de ahí la fortaleza de este sector para la economía española.

Inversiones

La mejora de la financiación y del sector exterior pronto desembocó en un aumento de las inversiones, que partían de una base muy baja (un 17% del PIB, frente a un máximo del 30%, en parte explicado por la burbuja inmobiliaria, y a una media histórica de un 23%).

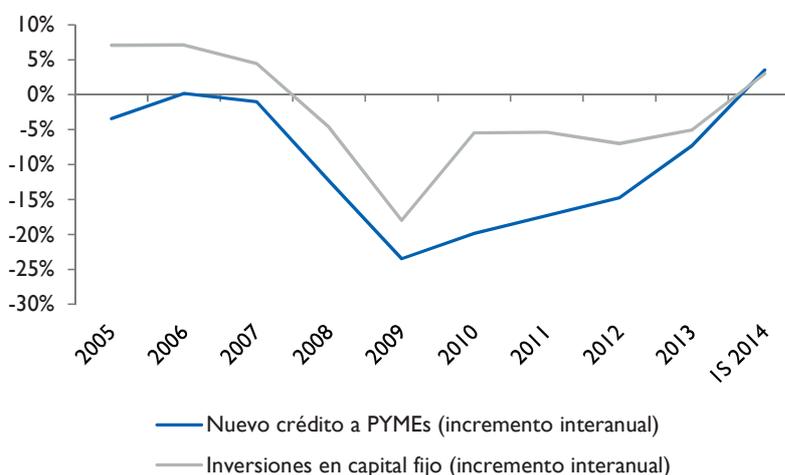
Tabla 3.7. Total inversiones (% del PIB)



Fuente: Banco de España

Con todo, la mejora de la financiación expuesta anteriormente ha provocado un punto de inflexión en las inversiones. Observemos en la siguiente gráfica la enorme relación que existe entre inversiones y acceso al crédito, sobre todo por parte de las PYMEs.

Tabla 3.8. Inversiones en capital fijo vs. nuevo crédito a PYMEs



Fuente: Banco de España, INE

Las inversiones sobre todo vienen representadas por dos grandes componentes: construcción (residencial y no residencial) y bienes de equipo.

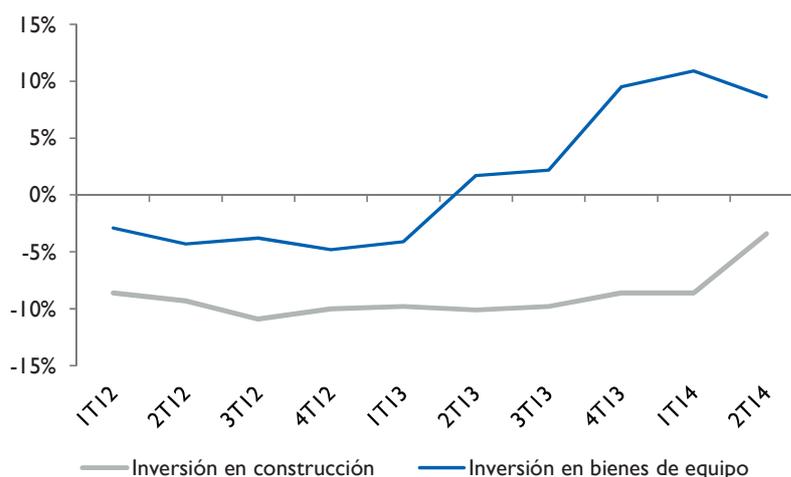
- La inversión en residencial y en otra construcción ha caído abultadamente desde 2007, drenando PIB y generando un enorme desempleo. Como hemos analizado en el capítulo anterior, estamos ya en la antesala de su lenta recuperación, de hecho durante el segundo trimestre de 2014 la inversión en construcción caía en términos interanuales (la caída del segundo trimestre era de un 3,4% frente al segundo trimestre del año anterior, si bien la caída durante el primer trimestre se situaba en un 8,6%) pero subía en términos intertrimestrales indicando que lo peor ha pasado, ya que

partiendo de una base tan ínfima en construcción de viviendas la dirección no puede ser otra que una subida (fenómeno que puede aportar en los próximos años un 3-4% adicional al PIB, con importantes consecuencias en el empleo). Esta tendencia se ha acelerado en el tercer trimestre.

- A su vez, la inversión en bienes de equipo crece con fuerza (8,6% frente al segundo semestre del 2013) durante 2014 a medida que las empresas, tras cinco años reparando balances, comienzan a reinvertir en su capital productivo.

Por su parte la inversión extranjera (algo menos de un 2% del PIB) crece a un ritmo del 33% en 2014, el 80% de dicha inversión está destinada a capacidad productiva nueva.

Tabla 3.9. Incrementos interanuales de la inversión en construcción y en bienes de equipo



Fuente: INE

En conjunto, la inversión, que ha sido un importante drenaje del PIB español durante la crisis, está aportando muy positivamente al PIB, con crecimientos del 1,5% en intertrimestral durante el tercer trimestre de 2014. A medida que las empresas perciben que el consumo está también recuperándose (como exponemos en la siguiente sección), y que la financiación se hace más accesible, la propensión de las empresas a invertir seguirá aumentando. Este dato es muy relevante ya que las inversiones van asociadas a la creación de empleo, como inmediatamente vamos a ver.

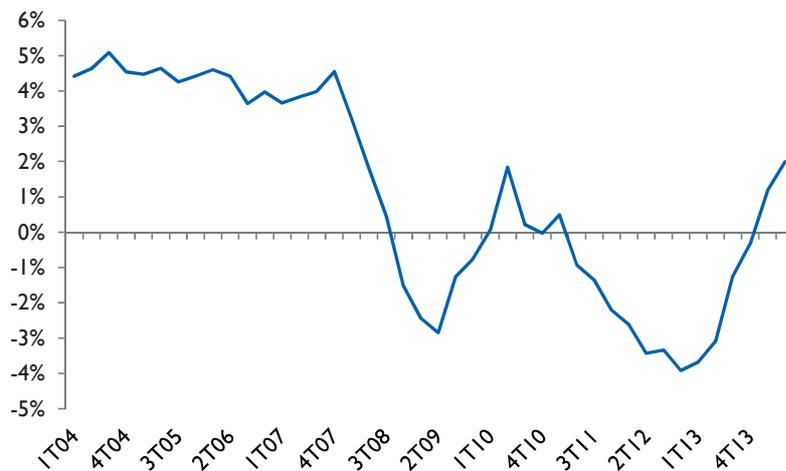
Empleo y Consumo

En *The Case for Spain I y II* comentábamos el sinsentido de que las ventas de coches españolas habían alcanzado un nivel similar a las del final de la dictadura (1975) a pesar de que la población entonces era de 35 millones y actualmente se sitúa en 46. En su momento expusimos que cuando el paro dejara de subir bajaría el miedo del consumidor, e inmediatamente esto tendría repercusión en las ventas de coches. Esta tendencia comenzó a forjarse en 2013 y ha eclosionado en 2014. España es el país de la zona euro (de los grandes) en el que más crecen las ventas de coches en 2014.

Esta anécdota explica un proceso más profundo vivido por nuestra demanda interna: ha mejorado el empleo, ha mejorado la confianza del consumidor, partimos de bases deprimidas, y la normalización de la función del consumo agrega un crecimiento económico al que aún le queda mucho recorrido.

En el primer trimestre de 2014 el consumo avanzaba ya al 0,4% intertrimestral, convirtiéndose en el principal motor de la economía, tendencia que se aceleró en los dos siguientes trimestres. Observemos los pasos seguidos por la economía hasta llegar aquí.

Tabla 3.10. Variación interanual (%) del consumo

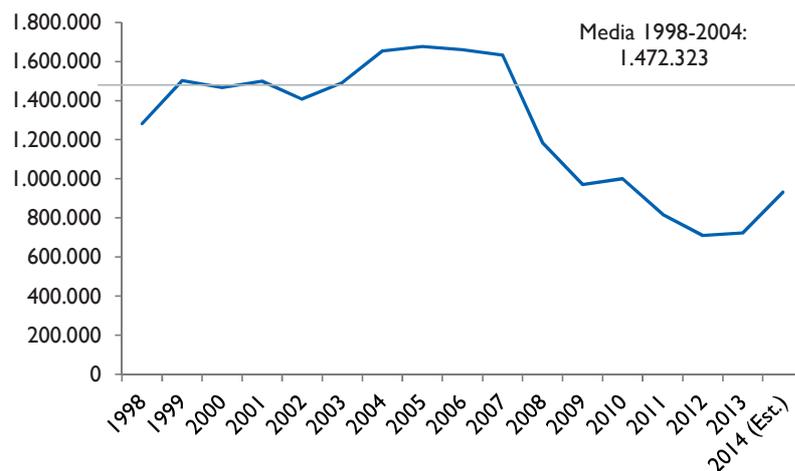


Fuente: INE

Primero: se frena el desempleo (2013)

En *The Case for Spain I* alegábamos que las funciones de consumo podrían estar íntimamente relacionadas no con el nivel de desempleo, sino con la volatilidad del desempleo. Así, un consumidor optaría por dilatar la compra de un coche nuevo para reemplazar al antiguo debido a que ha visto cómo su vecino se ha quedado sin trabajo. Cuando pasa el tiempo, si ningún vecino más se ha quedado sin trabajo (estabilización del desempleo, o bajada de su volatilidad), y a pesar de que el primer vecino no haya encontrado empleo (no hay reducción de desempleo), el primer vecino mejora su nivel de confianza, antesala de la decisión de la compra del coche, tendencia que se comenzó a percibir en primavera de 2013 (una vez el desempleo dejó de crecer), y por cierto, con una evidente plasmación en las ventas de coches de dicho año.

Tabla 3.11. Matriculación de vehículos



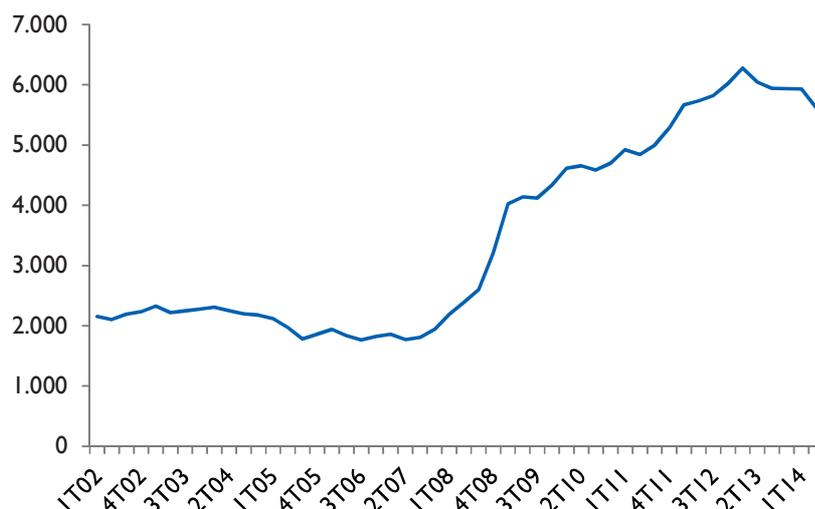
Fuente: DGT y Arcano

Segundo: se crea empleo (2014); la ley de Okun

En nuestro segundo informe (Otoño 2013), alegábamos ya que se estaban gestando las bases para una reducción del desempleo, y que ésta iba a ser más potente de la que se pronosticaba. Para defender esta tesis exponíamos la famosa ley de **Okun**, que mide la relación entre el crecimiento económico y la creación de empleo. Países con mayores rigideces en su mercado laboral precisan de un mayor nivel de crecimiento económico para crear empleo y viceversa. Así, España mantenía desde hace decenios un sistema laboral extremadamente rígido, inspirado

en la Italia de Mussolini (que fue transpuesto con matices al régimen laboral de la época de Franco, y modificado en lo accesorio, que no en lo sustancial, en el estatuto de los trabajadores de 1981, vigente en la práctica hasta 2012). De esta forma España en el pasado ha precisado de un 2% de crecimiento del PIB para crear empleo. En nuestro informe cuestionábamos el impacto que el nuevo régimen laboral (mucho más flexible) tendría en la ley de **Okun**, y por lo tanto el umbral mínimo de crecimiento en el cual la economía española podría crear empleo. En nuestra opinión, dicho umbral podría ser mucho más bajo, de forma que un crecimiento económico mucho menor se tradujera en potente creación de empleo. Durante 2014 ha ocurrido exactamente esto (el año terminará probablemente con la creación de unos 300.000 puestos de trabajo)⁴⁵.

Tabla 3.12. Nivel de población desempleada (miles)



Fuente: INE (Encuesta de Población Activa)

De hecho, ya a finales de 2013 un estudio académico del *National Bureau of Economic Research*⁴⁶ mostraba que España se podría haber convertido en una de las economías occidentales más favorecidas por la ley de **Okun**, con un coeficiente (que mide cuánto cae el desempleo por cada 1% de crecimiento del PIB, de forma que cuanto más alto sea el coeficiente en negativo, mejor) de -0,85, la mejor ratio de los 19 países analizados. El que el coeficiente de **Okun** español expuesto en este informe supere al de países con regímenes laborales aún más flexibles que el español, como son el Reino Unido o los EE. UU. se debe probablemente a la temporalidad de la mano de obra española, que aunque es negativa para muchos factores por motivos que exponemos más adelante, facilita mucho la contratación en épocas de expansión económica.

Tabla 3.13. Coeficiente de Okun

Coeficiente de Okun			
Austria	-0,136	Reino Unido	-0,343
Irlanda	-0,406	Bélgica	-0,511
Italia	-0,254	Francia	-0,367
EE.UU.	-0,454	Holanda	-0,511
Portugal	-0,268	Alemania	-0,367
Finlandia	-0,504	España	-0,852

Fuente: Ball, L.M., Leigh D. y Loungani, P.

⁴⁵ Como expondremos más adelante la temporalidad del trabajo sigue siendo enorme. Con todo, la contratación fija, aunque escasa, lleva ya más de un año creciendo.

⁴⁶ "Ball, L.M., Leigh D. y Loungani, P. "Okun's Law: Fit at Fifty?" *National Bureau of Economic Research*, Enero 2013, p. 28.

La evolución del empleo y desempleo español, aunque positiva, presentará características variadas frente al pasado. Así, la reducción del desempleo será mayor que la creación de empleo, debido a la emigración de población activa, un 90% de dicha emigración estará representada por inmigrantes activos recibidos por España entre 2000-2008 que explica en parte el enorme aumento de la población activa española en ese periodo y que ahora supone un importante denominador a la hora de medir el desempleo (el total de activos llega a 23 millones, que insistimos, no ha bajado desde que ha comenzado la crisis, sino que ha subido en 400.000 frente a un volumen de empleados de 17 m.). Este factor emigratorio aunque contribuye a reducir el desempleo, genera también inquietud en un país expuesto a una enorme crisis demográfica.

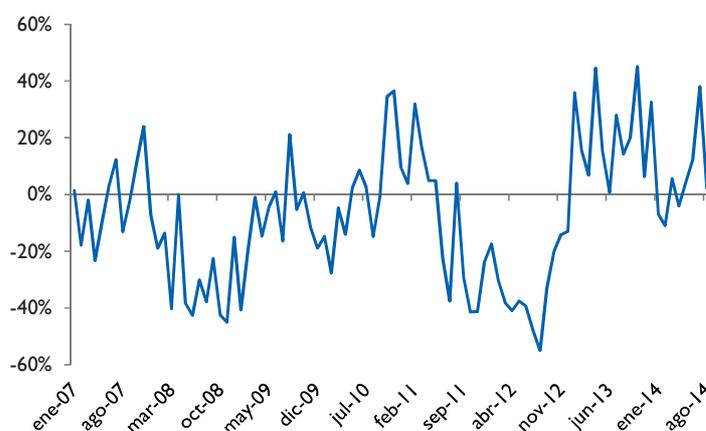
Por otro lado la creación de puestos de trabajo observada está muy centrada en *minijobs*, con jornadas entre 20 y 29 horas de trabajo semanales, lo que limita la renta disponible (con todo en España tan sólo un 16% de los trabajos son *minijobs*, comparado con un 22% en la zona euro, lo que muestra potencial alcista equivalente a 1,2 millones de puestos de trabajo). Además, mientras no se cree empleo fijo en importantes proporciones, será difícil fomentar la inversión en mano de obra, lo que a su vez limitará las productividades futuras. Otras interesantes tendencias son la mejora del autoempleo (tendencia a crear nuevas empresas que señalamos en nuestro primer informe) y la caída del absentismo (el número de horas de absentismo por enfermedad se situaba en 5,5 al mes en 2008, hoy son 3,7, luego los españoles somos súbitamente un 33% más sanos desde que ha comenzado la crisis...).

Conclusión: reducción de desempleo futuro en España

Como conclusión, teniendo en cuenta el coeficiente de Okun de España calculado en el estudio del *National Bureau of Economic Research* (-0,85) y teniendo en cuenta que durante el año 2014 se han creado 274.000 puestos de trabajo, creciendo a un ritmo del 1,3%, podemos asumir que durante el 2015, creciendo a un ritmo esperado del 2% se crearán, al menos, 350.000 puestos de trabajo nuevos. Adicionalmente, teniendo en cuenta el saldo migratorio neto observado en 2013 (emigración neta de 103.000 personas activas), la población activa se podría reducir en 100.000 personas al año. Por lo tanto, la reducción de desempleo para el año 2015 será de, al menos, 450.000 personas.

Es importante precisar las bolsas de contratación latentes que se pueden recuperar parcialmente; así, si el sector constructor recupera en los próximos años su peso medio anterior a la crisis se podrían recuperar unos 500.000 empleos (en cualquier caso una pequeña fracción de los 1,7 millones de puestos perdidos), el sector servicios, que perdió otros 1,8 millones de trabajadores podría recuperar 0,3 millones los próximos dos años, y la industria, que perdió 1 millón, podría recuperar otros 0,2 millones. La incógnita es el eventual efecto traslación de empleo de la economía negra (más de un 20% del PIB) a la oficial. Los datos de desempleo españoles seguirán siendo escandalosamente altos, pero la tendencia futura no puede sino mejorar.

Tabla 3.14. Puestos vacantes en el mercado laboral español

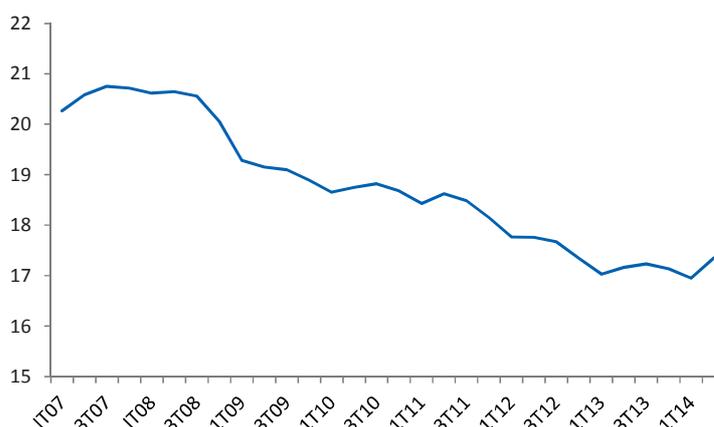


Fuente: INEM (SEPE)

Tercero: se activa la función de consumo

Como hemos visto, durante 2014 se han puesto de manifiesto dos tendencias que advertíamos en el informe *The Case for Spain II*: i) el crecimiento en 2014 ha sido mayor del que mucho analista pronosticaba, debido sobre todo a la financiación y al consumo, y ii) el umbral de crecimiento al cual se ha creado empleo ha sorprendido a mucho analista; de hecho, a pesar de crecer a un ritmo de un 1,2%, la economía española ha demostrado ser capaz de crear unos 300.000 empleos en términos desestacionalizados. Estos niveles de creación de empleo han sorprendido al alza.

Tabla 3.15. Nivel de población ocupada (millones)



Fuente: INEM (Encuesta Población Activa)

Tabla 3.16. Índice de confianza del consumidor



Fuente: CIS

Las consecuencias de estos importantes cambios en los mercados laborales no se han hecho esperar: la confianza del consumidor, que había comenzado a mejorar tímidamente en 2013, subió con fuerza en 2014 hasta alcanzar niveles similares a los anteriores de la crisis.

Las ventas minoristas sorprendieron positivamente desde primavera (como habíamos señalado, el consumo entre Noviembre 2012 y Marzo 2013 fue artificialmente bajo provocado por factores en nuestra opinión coyunturales, luego la base de comparación estadística sería muy favorecedora), y como consecuencia, el consumo crecía a un 2,4% en el PIB del segundo trimestre (crecimiento interanual real, neto de inflación)⁴⁷ y al 2% en el tercer trimestre, encadenando seis trimestres consecutivos de crecimiento. Las famosas ventas de coches

⁴⁷ El consumo aumenta por encima de los ingresos de los hogares, lo que hace reducir la tasa de ahorro, algo que no es sostenible en el tiempo.

siguieron recuperándose (también ayudadas por incentivos) con crecimientos cercanos al 16% interanuales⁴⁸, sólo superados por el Reino Unido.

Tabla 3.17. Índice de Comercio al por Menor



Fuente: INE

La clave como habíamos señalado estribaba en el bajísimo nivel de comparativa (como hemos visto, se vendían tantos coches en España en 2012 como los vendidos a la muerte de Franco en 1975 a pesar de tener España una población 12 millones superior). Al final el envejecimiento del stock de coches o de capacidad instalada ha de renovarse antes o después. Por otro lado es interesante resaltar el punto de inflexión vivido por la industria turística nacional, que de representar un 6% del PIB, había bajado hasta el 4% en 2012. Hay evidentes señales de una recuperación de dicho sector, lo que poco a poco podría añadir otro 2% al PIB.

Gasto Público

El ajuste fiscal: 2009-2013

Aunque es cierto que el comportamiento del PIB español durante la crisis ha sido decepcionante (una caída de un 7%) hemos argüido en el pasado cómo dicha caída podría haber sido mucho mayor (la demanda interna se ha reducido en casi un 20%), en un contexto de una fortísima contracción crediticia (cayendo un 40% sobre PIB...) y un enorme ajuste sobre el empleo (un régimen laboral inflexible lleva a que los ajustes en producción no se lleven contra los precios del empleo, o sea, salarios, sino sobre la cantidad de empleo, de forma que la única forma de ajustar la rentabilidad suponga despidos masivos, que se podrían haber parcialmente evitado con un régimen de negociación colectiva más flexible). Aparte de estos factores, es relevante entender el enorme lastre que para el PIB ha supuesto la política fiscal contractiva desarrollada desde 2010.

Como exponíamos en nuestros informes, el supuesto superávit fiscal de la Administración española de antes de la crisis (2% del PIB) no era más que una ilusión. El motivo es que una parte relevante de los ingresos era irregular, muy asociados con el boom inmobiliario, y las diferentes administraciones habían optado por emplear dichas rentas irregulares en gasto regular, gestándose las bases de una bomba fiscal, bomba que estalló en 2009, provocando un histórico déficit de un 10% del PIB. La necesidad de alcanzar una sostenibilidad en las finanzas públicas desembocó en una política fiscal contractiva (subida de impuestos y recorte de gastos) que ha pesado negativamente sobre la evolución del PIB. El ajuste fiscal puede medirse por esfuerzo bruto (paquete total de reducción de gasto y de incremento de impuestos anunciado) y neto (que sería el impacto neto del efecto destructor que ambas medidas provocan sobre el PIB en función de los multiplicadores que se asuman de impacto de la contracción fiscal en porcentaje del PIB).

A su vez el déficit fiscal puede dividirse entre el cíclico (motivado por factores estacionales, como una descomunal subida de desempleo o una subida puntual de la prima de riesgo lo que encarece los intereses) o estructural (diferencia entre ingresos y gastos aislándose del ciclo

⁴⁸ Disclaimer: este autor reemplazó su coche de once años de antigüedad por otro nuevo en primavera de 2014.

económico). Además, se suele mirar si en una economía se genera un déficit fiscal primario (antes del pago de intereses de deuda). Tan dramática era la situación fiscal de las administraciones españolas que no sólo el déficit fiscal era histórico, sino que además, incluso tras mucho esfuerzo, en 2014 se sigue sin alcanzar un equilibrio primario (cosa que sí han logrado Grecia o Italia), probablemente no se logre hasta 2016, y existen fuertes dudas sobre cuánto del esfuerzo acometido ha sido coyuntural vs. estructural (por ejemplo la supresión de la paga extra a los funcionarios en 2012 será devuelta en 2015, lo que hace coyuntural una medida vendida como “estructural”). Obviamente el impacto de dicha debacle fiscal es un enorme endeudamiento público, endeudamiento que tratamos en el capítulo de riesgos.

Tabla 3.18. Plan de estabilidad presupuestaria (2014)

Capacidad (+) /Necesidad (-) del Gobierno Central. Excl. Sector Financiero (puntual) (% del PIB)	Previsión					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Gobierno Central	-4,2	-4,3	-3,5	-2,9	-2,2
Comunidades Autónomas	-1,9	-1,5	-1,0	-0,7	-0,3	0,0
Gobiernos Locales	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Administración Seguridad Social	-1,0	-1,2	-1,0	-0,6	-0,3	0,0
Gobierno	-6,84	-6,62	-5,5	-4,2	-2,8	-1,1
Ajustes Nominales	2,2	0,2	1,1	1,3	1,4	1,7
Balance Estructural	-	-2,0	-1,3	-1,0	-0,5	0,1
Balance Primario Estructural	-	1,4	2,2	2,6	3,2	3,8
Sector Financiero (puntual)	3,8	0,5	-	-	-	-

Fuente: Tesoro Público

En conjunto, el esfuerzo fiscal bruto acometido desde 2009 hasta 2013 ha sido superior a un muy relevante 12% del PIB (del cual un 8% del PIB tuvo lugar entre 2012 y 2013) pero el impacto neto de este último ha sido de un 4,3%, ya que el 8% ha provocado una contracción del PIB (caída de un 2,8% entre los dos años) lo que reduce el resultado final de las medidas.

Relajación fiscal

Durante 2014 se han gestado varios elementos que permiten vislumbrar un cambio en la política fiscal: el ajuste será más gradual del vendido a los mercados y del comunicado a la zona euro. Así, los datos del PIB del segundo trimestre de 2014 muestran cómo el gasto público no cayó como todo el mundo esperaba, sino que subió un 0,1% del PIB (intertrimestral) y un 1,1% interanual, para sorpresa de todo analista (incluido este autor). Creemos que dicha sorpresa continuará en el futuro.

Hay varios motivos que explican este cambio en política fiscal (cambio que no juzgamos como positivo o negativo, simplemente lo exponemos):

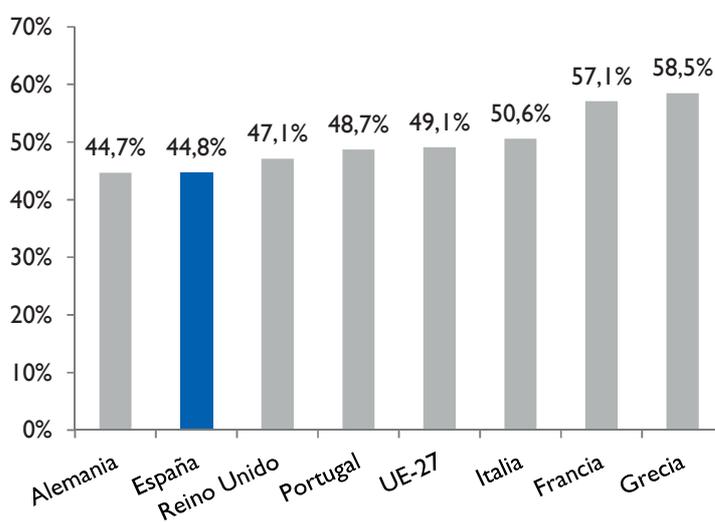
- Se ha reducido la prima de riesgo, lo que ha reducido el gasto en intereses de deuda, y por lo tanto la disciplina que el mercado imponía al sector público.
- El marco intelectual institucional (FMI y Comisión Europea) ha cambiado su retórica durante 2013-2014, en especial hacia Europa, desde recomendar el equilibrio fiscal a toda costa hasta recomendar la graduación de dicho equilibrio para evitar un escenario de segunda recesión y de eventual deflación.
- Políticamente, en España se avecinan importantes elecciones en 2015 (locales y autonómicas, en primavera, generales en Otoño), y las elecciones europeas de 2014 mostraron una gran desafección por los gobiernos incursos en políticas de ajuste fiscal.
- En Septiembre de 2014 España procedió a incrementar el tamaño de su PIB mediante la contabilización de ciertas actividades (como parte del I+D, o la prostitución), lo que amplía el tamaño del denominador (revisión del PIB desde 1,022 billones a 1,045 billones de euros), y por lo tanto permite jugar con el numerador (los euros gastados por encima de los ingresados son los mismos, pero en porcentaje del PIB se reduce... la magia de la contabilidad pública).

- e) La mejora de la situación del mercado laboral ha comenzado a repercutir positivamente en la recaudación de cotizaciones sociales, tendencia que se mantendrá en los próximos años a medida que se generen unos 350.000 cotizantes nuevos al año, y la baja inflación limite el desembolso por pensiones.

Entre 2015 y 2016 España tendrá que acometer un esfuerzo fiscal bruto neto de un 2,7% del PIB, probablemente por los motivos expuestos más arriba el esfuerzo fiscal bruto será menor. En cualquier caso, tras haber afrontado contracciones fiscales tan enormes (de nuevo, más de un 8% entre 2012 y 2013), los ajustes futuros drenarán mucho menos el PIB, lo que permitirá mayores crecimientos económicos.

Es especialmente relevante el impacto recaudatorio que tendrá una eventual subida del mercado inmobiliario, por la alta intensidad recaudatoria de dicho sector (un enorme impuesto de transacciones patrimoniales si se vende una casa de segunda mano, IVA si es de primera mano, plusvalías...), lo que podría aliviar mucho el esfuerzo fiscal, en especial a nivel autonómico. En cualquier caso es importante precisar que el peso del sector público español es más bajo que en otros países occidentales, lo que debería traducirse en mayor crecimiento futuro. La consolidación fiscal ampliará aún más esta ventaja.

Tabla 3.19. Gasto Público en porcentaje sobre el PIB (2013)



Fuente: Eurostat

Con todo, el riesgo fiscal evidente es volver a cerrar la herida en falso, escondiendo gastos estructurales con ingresos coyunturales: la Administración parece haber confiado en el denominador (tamaño del PIB) como principal elemento del ajuste fiscal. La buena noticia es que España estabilizará sus cuentas públicas allá por 2017 con unos gastos e ingresos al 40% del PIB, un 6% por debajo que otros socios de la zona UE, lo que permitirá al sector privado tirar de la economía con más dinamismo que en otras economías como la francesa o la italiana.

Tabla 3.20. Gastos e ingresos del Estado (2014)

(% PIB)	2013	2014	2015	2016	2017
Gastos AAPP	44	44	43	42	40
Ingresos AAPP	38	39	39	39	39

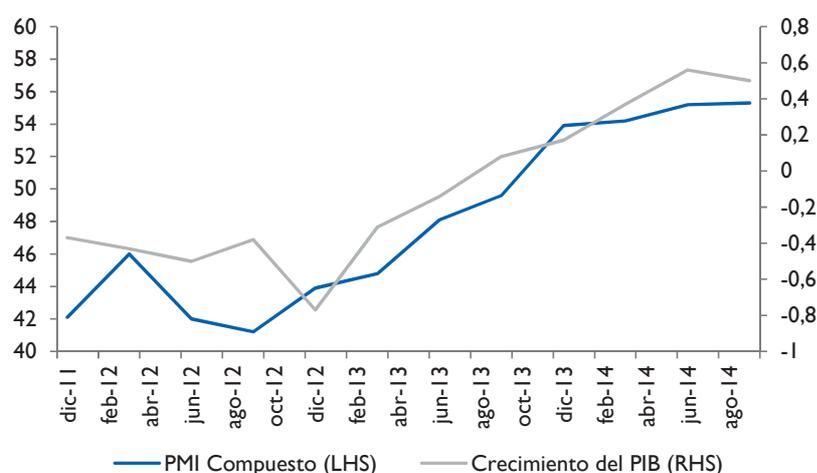
Fuente: Tesoro Público

Conclusión: por qué la recuperación de la demanda se acelerará

La tesis central de nuestro informe es que la recuperación de la demanda española está cimentada sobre bases sólidas, y que por lo tanto el crecimiento económico de los próximos años se acelerará sin necesidad de recurrir a factores de inestabilidad financiera (como un aumento del crédito en porcentaje del PIB en proporciones desordenadas).

De cara a pronosticar la evolución futura de la economía creemos que es muy relevante utilizar los niveles de confianza de los gestores de compra (PMI) que muestran aceleración económica futura por encima de 50 y contracción por debajo (en general los PMI predicen mucho mejor la evolución futura de una economía que los pronósticos de los economistas, como se puede percibir en la tabla siguiente). Así por ejemplo si la zona euro presentaba en Octubre renqueantes niveles cercanos a 51 en el índice manufacturero y 52 en el de servicios, España presentaba niveles en 53 y en 56 respectivamente mostrando una fortaleza económica futura desligada de la debilidad sobre todo acusada en Francia y en Italia.

Tabla 3.21. PMI Compuesto vs. Crecimiento del PIB (intertrimestral) de España



Fuente: Markit e INE

Por otro lado los indicadores conocidos en verano aunque menos sólidos que los del segundo trimestre (en un contexto de desaceleración de la zona euro) han sido mejores que los del resto de la zona euro: la producción industrial de 2014 crece entre el 1,5% y el 2%⁴⁹, las exportaciones suben al 1,5% vs. zona euro al -0,5%, el turismo siguió batiendo records (crecimientos del 7%) y las cifras de consumo han sido razonablemente buenas.

España puede mantener muy satisfactorios niveles de crecimiento desde el 0,5% los próximos trimestres, lo que llevaría a un crecimiento en 2015 superior al 2% (los presupuestos del gobierno, que predicen un 2%, están realizados bajo hipótesis conservadoras no creíbles del euro a 1,37 el dólar (está a 1,26 a fecha de redacción de este informe) y con el petróleo a 103 dólares (está a niveles de 80)). Por último la rebaja de impuestos que se aplicará en 2015 podría añadir un 0,5% adicional al PIB⁵⁰.

A medio plazo en nuestra opinión las bases para mantener saludables ritmos de crecimiento económico están puestas:

- Creación de empleo generada por el crecimiento económico, lo que hará crecer el consumo por encima del 2% en términos reales.
- Mejora continuada de la financiación.
- Sostenibilidad del modelo exportador de bienes y servicios (que debería provocar como caso base que las exportaciones crezcan en línea con las importaciones).

⁴⁹ La industria española, que representaba un tercio del PIB en 1975 bajó su peso hasta el 12% en lo peor de la crisis y de ahí hasta el actual 14%. Ha comenzado a subir, y el objetivo es que alcance un 20% en los próximos años.

⁵⁰ Depende del multiplicador fiscal, pero en un contexto de mejora económica éste suele también mejorar. Así una mayor proporción de la bajada de impuestos será consumida (frente a ser ahorrada).

- d) Recuperación de las inversiones (que crecerán entre un 4% y un 6% los próximos años), con especial énfasis de las inversiones residenciales, lo que retroalimentará el empleo e ingresos públicos.
- e) Una menor contracción fiscal.

Todos estos factores deberían explicar un PIB creciendo entre un 2% y un 2,5% los próximos tres años, situando por lo tanto a España a la vanguardia del crecimiento económico de la zona euro. Además dicho crecimiento estará bien diversificado entre demanda interna y externa, algo de lo que no pueden presumir otras economías. Dicho esto, persisten muy relevantes riesgos que trataremos en el próximo capítulo. Sin embargo, si en 2006 la relación entre riesgos y retornos era en opinión de este autor claramente desfavorable para invertir en España, en 2014 la ecuación entre retornos y riesgos sigue siendo favorable para España.

4. Los diez riesgos de la economía española

“Todo el mundo piensa en cambiar al mundo, nadie en cambiarse a sí mismo”.

León Tolstoy

Primero: desempleo

La mayor herida provocada por la crisis es sin duda el enorme desempleo existente en España. Con tasas cercanas oficiales al 25%, y muy superiores en segmentos de la población como jóvenes o inmigrantes, o en determinadas zonas geográficas, el desempleo repercute muy negativamente en el crecimiento futuro, la cohesión y la felicidad de una nación. Aunque es cierto que España presenta características especiales que han mitigado el daño social que dicho desempleo genera, sobre todo la economía negra, que sí absorbe parte del desempleo, y la protección social otorgada por los vínculos familiares, es difícil aducir que la crisis se ha terminado mientras se mantengan tan enormes bolsas de desempleo⁵¹.

Los datos relevantes son: destrucción de unos 3,5 millones de puestos de trabajo entre 2008 y 2013, de los que 1,5 millones fueron en construcción, 1 millón en industria, 0,5 millones en autónomos y el resto (0,5) en empleados públicos. Trabajan 17,5 millones de españoles (frente a 16,3 millones en 2003), aunque la cifra podría ser mayor si se computara bien la economía sumergida.

Tabla 4.1. Datos de empleo (tercer trimestre 2014)⁵²

Población	45.998.600
Población activa	22.931.700
Población inactiva	23.066.900
Ocupados	17.504.000
Ocupados en el sector público	2.925.600
Ocupados en el sector privado	14.578.400
Parados	5.427.700

Fuente: INE (Encuesta de Población Activa)

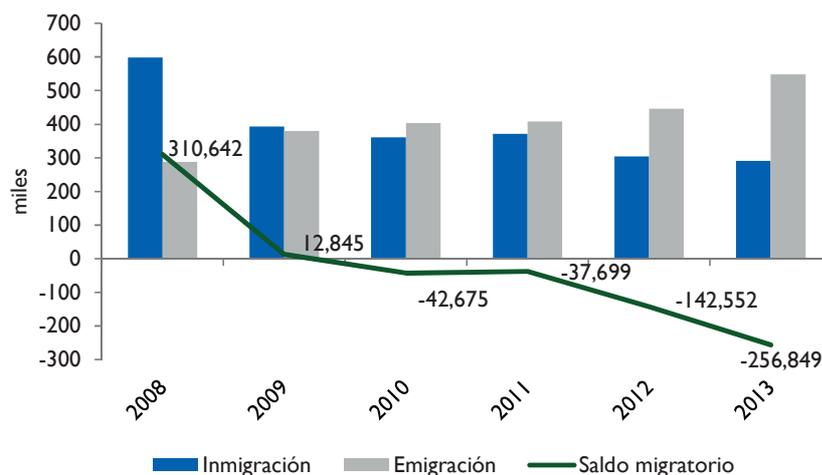
Es importante con todo objetivar los datos:

Primero: como hemos expuesto más arriba, el desempleo está afectado por el enorme flujo migratorio recibido por España entre 2000 y 2008, flujo que hizo expandir la población activa en ese periodo en cinco millones de personas, de los que más de la mitad (3 millones) eran inmigrantes, muchos de ellos dedicados al sector constructor; el flujo migratorio inverso desde que comenzó la crisis ha sido mucho menor, lo que explica en parte el *stock* de desempleo (el denominador es inusualmente alto);

⁵¹ Aunque la preocupación por el desempleo ha comenzado a bajar en 2014 por primera vez desde 2009, sigue siendo, con mucha diferencia la mayor preocupación de los españoles.

⁵² Los datos de la EPA en los que se basa esta tabla y que son los comparables internacionalmente, no coinciden con los del Ministerio de Empleo y Seguridad Social que solo tienen en cuenta la economía oficial y reflejan 16,6 millones de empleados y 4,4 millones de desempleados.

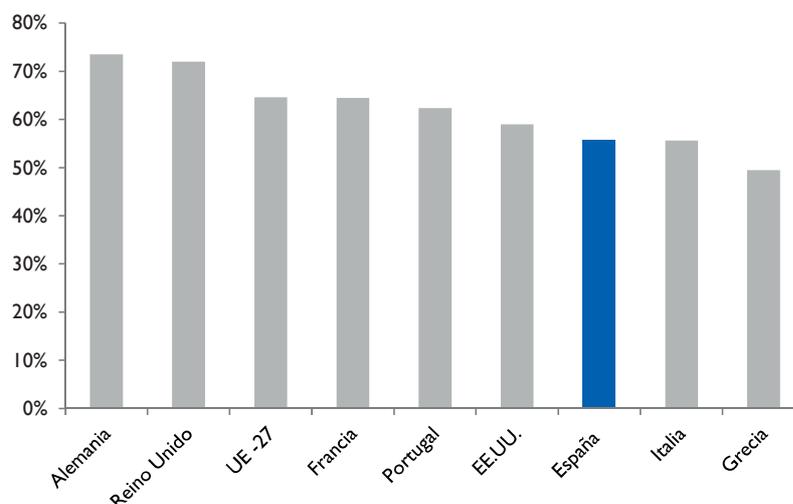
Tabla 4.2 Flujos de migración



Fuente: INE

Segundo: una parte del volumen de desempleo presenta niveles de ingresos asociados a la economía sumergida;

Tercero: el desempleo natural español podría situarse en cotas muy altas, debido al impacto que supone el *shock* vivido por el sector inmobiliario/constructor (que redujo su empleo desde los 2,7 millones hasta el millón actual), *shock* que genera una bolsa de población en desempleo estructural (1,7 millones, de los que 1,3 millones son de baja cualificación) que no tiene fácil reacomodo (tan sólo se recuperarán 0,5-0,7 millones de estos trabajos, dejando mínimo un millón de desempleo estructural), y debido también a la limitada movilidad geográfica, provocada en parte por el alto nivel de propiedad de hogares. Las políticas activas para que los desempleados de larga duración se reciclen y encuentren trabajo han resultado un enorme fracaso. Por otro lado aunque se consiguiera formar y reconvertir parados con experiencia en construcción hacia otros sectores como la industria, la menor productividad relativa del sector constructor provocaría que no todo el desempleo del sector fuera reciclable, lo que lleva inexorablemente a un flujo migratorio neto que convivirá con un elevado desempleo estructural del sector.

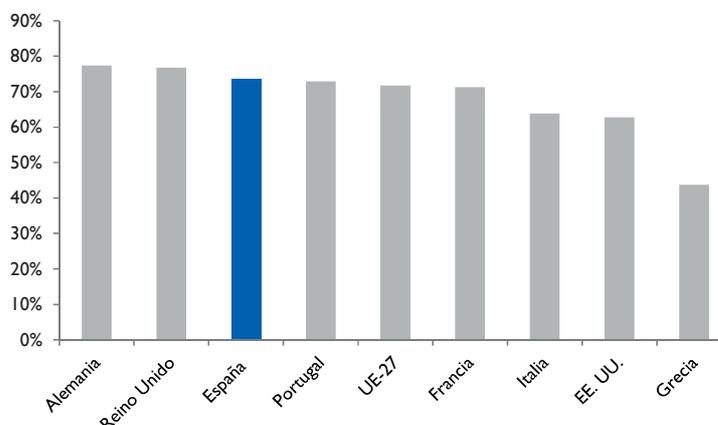
Tabla 4.3. Ratio Población empleada / Población⁵³ en edad de trabajar

Fuente: Eurostat, Bureau of Labor Statistics

⁵³ De 15-64 años

Aunque España presenta un volumen de empleo claramente inferior al de otras economías, la población activa sin embargo representa un porcentaje superior al de otras economías occidentales. Esto puede ser una oportunidad si se consigue reducir el desempleo, traducándose en una mejor tasa de crecimiento económico.

Tabla 4.4. Tasa de participación⁵⁴



Fuente: Eurostat, Bureau of Labor Statistics

Como veremos más adelante, un enorme desempleo, y en especial el desempleo de larga duración, que representa casi la mitad del total, es un colectivo fracaso nacional que, aparte del enorme sufrimiento generado, limita la posibilidad de crecimiento futuro. Con un volumen total de desempleo de unos 5,5 millones (de los que 2,1 millones son desempleados de larga duración), a un ritmo de 0,4 millones al año de reducción el ajuste de este enorme riesgo será demasiado lento para el daño que supone, máxime cuando la mejora de productividad conseguida en España (por ejemplo en el sector exterior, pujante pero menos intensivo en empleo que el sector constructor) implicará que la creación de puestos de trabajo futura será necesariamente menos intensa.

Tabla 4.5. Nivel de desempleo según estudios realizados (2T 2014)

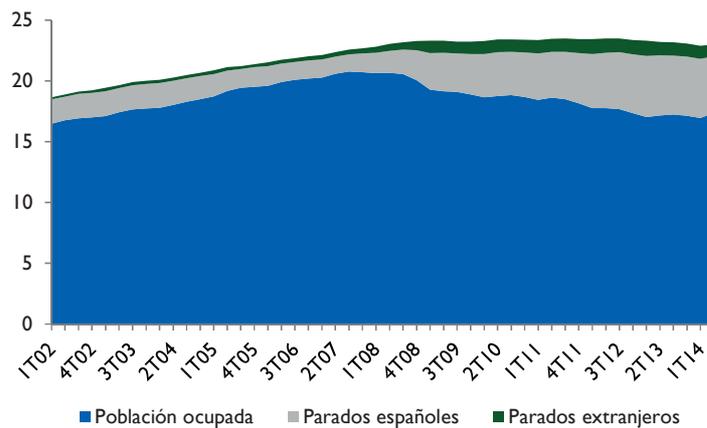
Nivel de educación	Cantidad	% de población activa
Analfabetos	46.700	0,2%
Sin estudios primarios	805.500	3,5%
Estudios secundarios incompletos y completos	3.336.100	14,5%
Educación superior	1.239.400	5,4%
Total desempleados	5.427.700	24%

Fuente: INE (Encuesta de Población Activa)

Por último, aunque el régimen laboral se ha simplificado, sigue existiendo una enorme diversidad de contratos, lo que no ayudará a terminar con la dualidad en el sistema de trabajo: los protegidos por contratos fijos y los desempleados o empleados por contratos precarios. El nuevo ministro de economía francés comentó hace tiempo “en su origen la regulación estaba pensada para proteger al más débil; sin embargo con el paso del tiempo la sobregulación laboral ha demostrado justo el efecto contrario: ha protegido en exceso al trabajador fijo, a costa de desproteger al desempleado y al trabajador precario, que son los más débiles, por lo que se ha atentado contra la filosofía última de la regulación”. Si se quiere proteger al más débil (que paradójicamente aúna menos votos) es preciso simplificar más la regulación laboral.

⁵⁴ La tasa de participación mide la porción activa de la población de una economía. Incluye aquellas personas que están empleadas o en búsqueda activa de trabajo respecto a la población total de entre 15 y 64 años.

Tabla 4.6. Población ocupada y parada (millones)



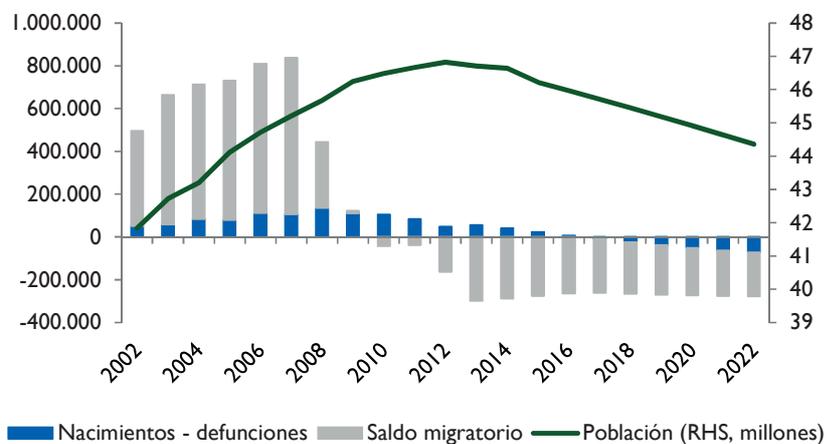
Fuente: INE (Encuesta de Población Activa)

Segundo: demografía

Aunque España presentó mucho tiempo un saldo demográfico de relativa juventud, lo cierto es que desde hace ya muchos años el índice de fertilidad por mujer de España (1,26) se sitúa en los niveles más bajos de Occidente, con el agravante (a efectos actuariales) de que los españoles de media viven seis años más que otros europeos, lo que paulatinamente ha provocado un envejecimiento de la población y una estructura demográfica insostenible con el actual sistema de pensiones. Así, España afronta una relación entre trabajador y pensionista de 2 a 1, frente a medias en Occidente más sostenibles de 3 a 1.

A pesar de que España aprobó en primavera de 2014 una reforma de las pensiones que en la práctica supone su incremento mínimo de un 0,25% al año, los volúmenes (subiendo al 2% anual por los nuevos jubilados, que son más que los fallecidos) y la pensión media (subiendo un 1,8% según se jubila gente que ha contribuido más que la que fallece), el desembolso total en pensiones aumenta a un ritmo ligeramente inferior a un 4% anual entre los dos factores, por lo que el porcentaje del PIB dedicado a pensiones sigue subiendo (asciende ya casi a un 11% del PIB frente a un 8% de antes de la crisis generando un déficit genuino –sin tener en cuenta transferencias- de cerca de un 3% del PIB anual). A medio plazo (final de la década) un factor de “sostenibilidad” podrá plantear incluso crecimientos negativos, pero en un contexto de pirámide demográfica invertida, emigración neta y los 8,3 millones de votos que representan los pensionistas es difícil no plantear señales alarmistas a medio plazo.

Tabla 4.7. Crecimiento de la población hasta 2022



Fuente: INE (Proyección de la población de España a corto plazo 2013-2023)

Tercero: sostenibilidad fiscal

Francia lleva desde los años 70 sin cuadrar su presupuesto público⁵⁵. La iniciativa política de gobiernos de todo signo para eliminar la irresponsabilidad fiscal ha sido muy limitada. El problema fiscal español es más grave que el francés, pero para bien o para mal, el estar en el punto de mira de los mercados ha provocado importantes reformas fiscales por gobiernos españoles de todo signo que deberían al menos encauzar la muy preocupante situación de la fiscalidad pública. A pesar de los esfuerzos conseguidos desde 2010, la fatiga entre los diferentes partidos políticos, electores y diferentes niveles de administración pública para lograr la sostenibilidad fiscal es evidente. Paradójicamente, el no culminarla nos llevará a prolongar desequilibrios fiscales que redundarán en deuda que será pagada, no solo por los actuales contribuyentes, sino por aquellos que hoy no tienen capacidad de elegir: niños actuales y futuros. En cualquier caso, el cambio de tendencia en ajuste fiscal desde 2014 es evidente, como hemos expuesto en el capítulo de demanda. España no cuadrará su déficit fiscal primario hasta 2016, no equilibrará cuentas públicas (ingresar más de lo que se gasta, como cualquier familia o empresa) hasta finales de la década (si lo consigue), y no cumplirá ni por asomo los objetivos de deuda pública (60% del PIB) para el año en el que se ha comprometido (2020).

La relajación fiscal es tan evidente que los gobiernos locales que incurrieron en mayores niveles de déficit por mayor irresponsabilidad fiscal pasada fueron paradójicamente favorecidos con objetivos de déficit “asimétricos” desde 2013 (los más incumplidores tenían más años para reducirlo), y en 2014 se anunció una relajación de los requisitos que las Comunidades que acudieron a los fondos de rescate estatales tenían que cumplir, algo preocupante si tenemos en cuenta que las Comunidades presentan un endeudamiento de un 22% de su PIB pero de un 180% de sus ingresos tributarios (enorme desequilibrio). El gasto público corriente desde 2014 dejó de reducirse. El gobierno encargó a una comisión de expertos en hacienda pública (“Comisión Lagares”) una profunda revisión de la estructura fiscal de Estado, con el objetivo de conseguir una menor volatilidad en los ingresos públicos, más eficiencia en la recaudación (España hoy tiene tipos impositivos de los más altos de Occidente y sin embargo recauda menos que otros países, mostrando la ineficiencia del sistema) y un mayor crecimiento económico. Aunque dicho estudio vio la luz en primavera de 2014, el Ministerio de Hacienda apenas implementó ninguna medida de las recomendadas.

Cuarto: endeudamiento y crecimiento de largo plazo

Cuando comenzó la crisis España presentaba un enorme endeudamiento privado y un escaso endeudamiento público. Entre ambos se alcanzaba un endeudamiento total ligeramente inferior a tres veces el PIB. Tras seis años de crisis se ha reducido el endeudamiento privado (familias y empresas), ha subido el endeudamiento público... pero el endeudamiento total sigue en el mismo nivel (293% del PIB). Esta situación, por otro lado pareja a la que se vive en otros países occidentales (en los emergentes ha ocurrido al revés, subida de endeudamiento privado, bajada del público, tendencia que se invertirá inminentemente), cuestiona la capacidad del sistema económico para reducir el enorme apalancamiento a medio plazo, especialmente si se tiene en cuenta que una enorme proporción de tanta deuda está a tipo variable. No hay perspectivas a corto plazo de subidas de tipos en la zona euro, pero cuando dichas subidas lleguen, las economías muy endeudadas sufrirán, y España está entre ellas.

La situación de endeudamiento española presenta varias vulnerabilidades muy evidentes:

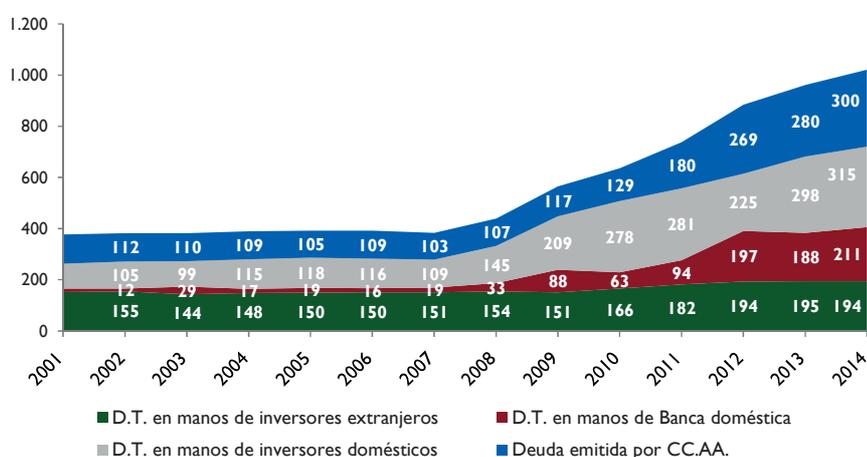
El problema de la deuda pública

La deuda pública, consecuencia de la crisis fiscal, ha crecido desde niveles cercanos al 35% del PIB hasta estabilizarse hacia 2015 a unos niveles esperados del 102% del PIB. Desde ese año, aunque siga creciendo el déficit (ingresos menos gastos públicos) previsiblemente el PIB en términos nominales crecerá más rápido, lo que permitirá estabilizar la deuda que se sitúa por otro lado a los niveles más altos de la historia reciente de España (en 1975 la deuda pública representaba menos de un 10% del PIB). Paradójicamente, esta situación de enorme endeudamiento convive con el coste financiero público más bajo de la historia, más bajo incluso que aquél de los EE. UU... (algo que no tiene mucho sentido en nuestra opinión). La estabilidad fiscal incluida en la Constitución Española marca alcanzar objetivos de endeudamiento público reflejados por la propia Comisión Europea (60% del PIB) para 2020. Como hemos visto, es un objetivo de imposible cumplimiento (el PIB tendría que crecer al 10% en términos reales...), lo que hace cuestionarse la validez de las normas de imposible cumplimiento. Como

⁵⁵ Alemania desde 1969, pero 2015 será el primer ejercicio en que los ingresos y los gastos serán equiparados.

expondremos, altos endeudamientos públicos generan, aparte de lo que Thomas Jefferson llamó “una estafa moral de una generación hacia la siguiente”, una vulnerabilidad en caso de falta de liquidez (como los vividos entre 2009 y 2012) y un menor nivel de crecimiento potencial a largo plazo.

Tabla 4.8. Distribución de la deuda del tesoro (D.T.) y deuda emitida por Comunidades Autónomas (€ miles de mm.)

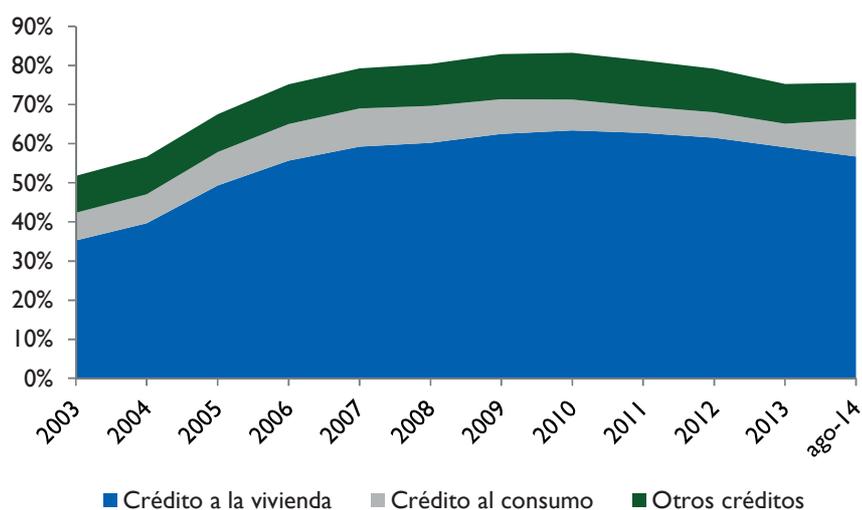


Fuente: Tesoro Público y FMI

El problema de la deuda privada

Tanto familias como empresas han procedido a sanear sus balances desde 2008 y 2009, de forma que actualmente generan un ahorro neto superior a un 7% del PIB anual. Así, las familias han reducido su endeudamiento hasta niveles cercanos a un 80% del PIB (en línea con otras economías occidentales).

Tabla 4.9. Composición de la deuda de los hogares (% PIB)



Fuente: Eurostat, Bureau of Labor Statistics

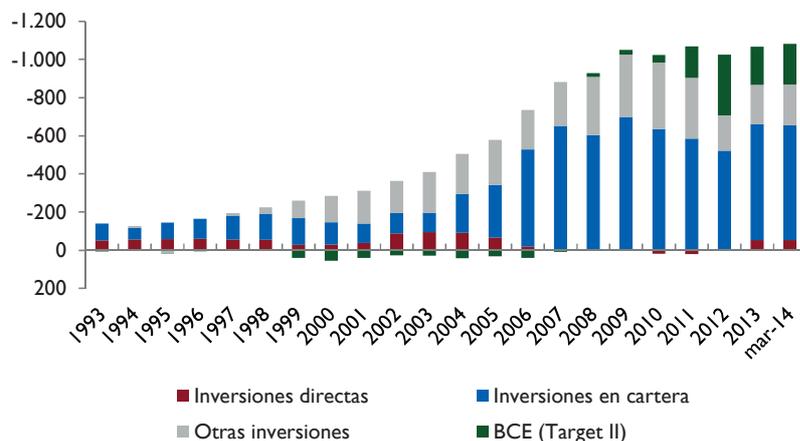
Por su parte, las empresas, aunque aún presentan saldos elevados (110% del PIB en términos netos⁵⁶) frente a otras economías, en porcentajes de activos la deuda ya se sitúa en niveles comparables a otros socios comerciales. La explicación de este último fenómeno puede deberse a un factor señalado en *The Case for Spain I*, en el que pusimos de manifiesto dentro

⁵⁶ 130% en términos brutos.

de la sección de “mitos” que mucha de la deuda corporativa española era debida al proceso de internacionalización de la empresa española, luego la deuda está en la matriz, pero los flujos de caja que la sirven se sitúan fuera (Brasil, Reino Unido...) y por lo tanto la comparación con el PIB resultaba defectuosa.

El problema de la deuda externa

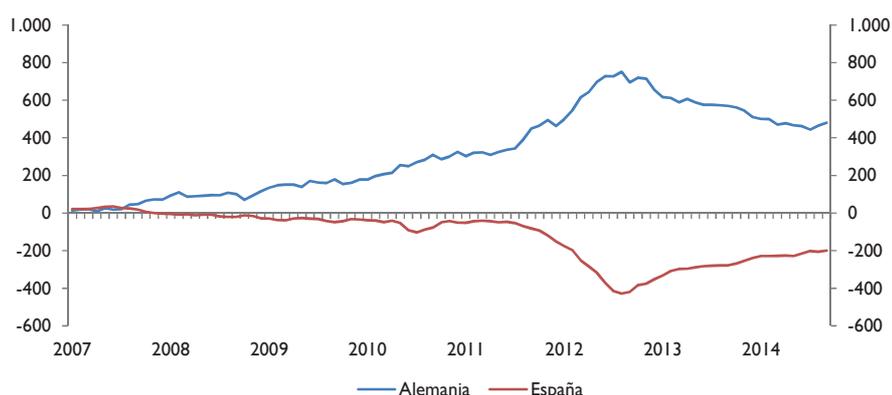
Tabla 4.10. Endeudamiento exterior neto de la economía española (€ miles de mm.)



Fuente: Eurostat, Bureau of Labor Statistics

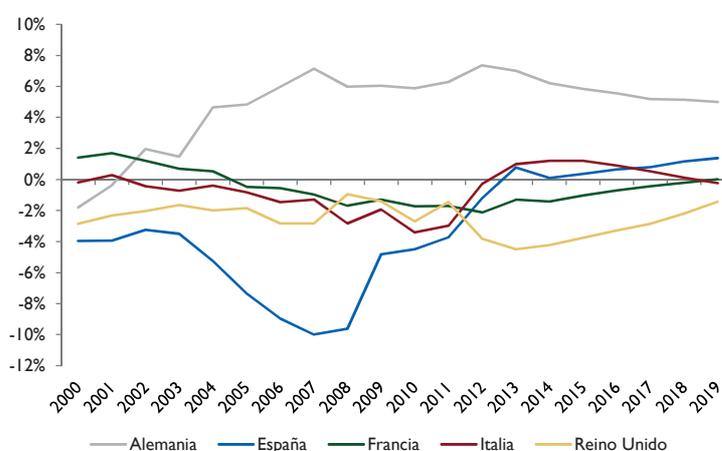
La acumulación de enormes déficits de cuenta corriente desde mediados de los años ochenta, proceso acelerado desde la entrada en el euro, ha provocado un enorme problema de deuda externa de la economía española, deuda neta (activos que tienen los extranjeros en España, neto de los activos extranjeros que tienen los españoles fuera) que alcanza una vez el PIB (99%), niveles escandalosamente altos y sin parangón internacional. Dicho stock de deuda externa genera evidentes problemas para una economía: primero, dicho endeudamiento neto genera un pago recurrente de rentas hacia el extranjero que limita la capacidad de ahorro y crecimiento de la economía española a futuro⁵⁷; y segundo, dicho endeudamiento convierte una economía en vulnerable, ya que si en algún momento la economía deja de ser apoyada por el inversor extranjero (una sencilla negativa a renovar el stock de deuda) se puede provocar un colapso económico. Obviamente la pertenencia a la zona euro limita dichas vulnerabilidades (aquí entra el debate de si es preocupante que el ahorro de un residente en Oregón financie el consumo de un residente en Louisiana, y si este paralelismo se puede o no aplicar a la zona euro), ya que durante la crisis se ha percibido cómo el Eurosistema (agregación de bancos centrales y BCE) recoge los vaivenes en endeudamiento externo intracomunitario a través de balances denominados “Target II” (así, la huida de capitales de España provocó un endeudamiento del Banco de España con el BCE, e indirectamente con el Bundesbank cercano a un 40% del PIB, saldo hoy inferior al 20% del PIB).

⁵⁷ Así, aunque hoy en día España exporta entre bienes y servicios un 2,5% del PIB más de lo que importa, el pago de rentas para satisfacer los intereses de los activos que los extranjeros tienen en España provoca que el saldo neto de dichas rentas y de la balanza de transferencias (remesas de inmigración) sea cercano al 0,5% del PIB... o sea que entre rentas y transferencias se van unos 20.000 millones de euros al año de España, consecuencia del enorme endeudamiento neto asumido.

Tabla 4.11. Saldos Target II entre el Banco de España y el Bundesbank

Fuente: Banco de España y Bundesbank

Con todo, España ha de disminuir su riesgo mediante la reducción de dicha desproporcionada deuda internacional. Los mecanismos para lograrlo son dos: primero, un crecimiento del PIB nominal que reduzca el stock de deuda en porcentaje del tamaño de la economía, y segundo, un saldo de cuenta corriente positivo (superávit) de forma que el excedente se dedique gradualmente a reducir el saldo de deuda neta externa. Sobre la primera medida creemos que se puede conseguir en términos reales, pero la inflación, que ayudaría, ni está ni se la espera en un futuro próximo. Sobre la segunda, aunque España logró un heroico ajuste de su déficit de cuenta corriente de 11 puntos del PIB en tan sólo 6 años hasta conseguir superávit en 2013 cercano a un 1% del PIB, la recuperación de la demanda interna en 2014 ha provocado una sorprendente subida de las importaciones, con lo que el saldo de cuenta corriente se ha quedado en un territorio marginalmente positivo. A futuro es muy relevante por lo tanto el conseguir que las exportaciones crezcan por encima de las importaciones, así como lograr crecimientos nominales para poco a poco mitigar este riesgo. Es importante considerar que España es hoy una economía infrainvertida; sin embargo, como el ahorro nacional sólo alcanza el 18% del PIB, si queremos invertir más habrá que recurrir al ahorro extranjero, lo que paradójicamente nos llevaría otra vez al déficit de cuenta corriente... por lo tanto o bien las exportaciones crecen más que las importaciones, o bien sube el ahorro nacional para financiar inversiones (en cuyo caso habrá menos efectivo disponible para el consumo) o bien volveremos al déficit exterior, por lo que la vulnerabilidad no será fácil de mitigar.

Tabla 4.12. Saldos de cuenta corriente (% del PIB)

Fuente: FMI

Quinto: crisis institucional

En su libro *Why Nations Fail*, los economistas Daron Acemoglu y James Robinson, mencionan cómo al final es la calidad institucional lo que marca el desarrollo económico y social de un país (el mejor ejemplo en nuestra opinión es el caso de Corea del Norte y Corea del Sur). Si una población se siente identificada con sus instituciones es más fácil lograr la prosperidad, y dicha identificación se consigue si la percepción general es que las instituciones trabajan para lograr el bien común. Qué mejor ejemplo de dicha hipótesis, que el dicho alemán de que “no todos los alemanes creen en Dios, pero todos creen en el Bundesbank”.

En España la crisis ha puesto de manifiesto una arquitectura institucional, tejida desde finales de los años 70, que ha generado una enorme desazón en la ciudadanía. Dicha desazón, unida a la fuerte crisis económica, el paro y el aumento de la desigualdad⁵⁸ ha generado múltiples focos de desafección, como el nacionalismo⁵⁹, el populismo y el sentimiento generalizado de que una parte relevante de las elites no han trabajado para cohesionar la nación, sino en una función “extractiva”⁶⁰, lo que ha provocado una enorme crisis de confianza mutua entre ciudadanos e instituciones, confianza clave para la cohesión y riqueza futuras de una nación.

Aunque es evidente que España afronta una crisis institucional sin precedentes, y que dicha crisis desemboca en una menor cohesión, es importante en nuestra opinión resaltar el hecho de que el margen de actuación del poder político (lo ocupe quien lo ocupe) para el populismo es cada vez más pequeño. Los motivos son evidentes: a) mayor unidad política de la zona euro provocada por la crisis (por ejemplo los presupuestos nacionales son previamente fiscalizados y aprobados en Bruselas), b) dependencia del flujo de financiación del BCE para que un país deudor no quiebre, lo que en la práctica supone seguir los dictados del financiador, como es lógico, y c) una posición deudora internacional de casi una vez el PIB, lo que sitúa a un deudor a merced de su acreedor. Cuando España pague sus deudas habrá margen para el populismo, pero desafortunada o afortunadamente, eso no ocurrirá en menos de dos generaciones.

Sexto: crecimiento de largo plazo

Una nación debería sentar las bases para un crecimiento sostenible suficiente para mantener un determinado nivel de bienestar, crear los puestos de trabajo acordes con su estructura demográfica y migratoria, y eventualmente reducir el nivel de endeudamiento, especialmente si éste es elevado como el caso de España.

Aunque la tesis central de este informe es que la capacidad de crecimiento de España en los próximos años es superior a la que mucha gente pronostica, los crecimientos de largo plazo (digamos desde 2020) se ven amenazados por muy complejas circunstancias poco atendidas. Hemos expuesto más arriba factores que minimizan el crecimiento futuro, como unos niveles de deuda pública muy elevados (superiores al 100%), que suelen llevar parejos crecimientos económicos más reducidos, como bien han ilustrado Reinhart y Rogoff en el pasado, o el impacto del envejecimiento de la población y la emigración neta, que provocan que la población poco a poco se reduzca, lo que llevará inexorablemente a un menor crecimiento potencial. Observemos otros factores que lastran el crecimiento de largo plazo:

- **Primero:** el crecimiento sostenible depende al final de un factor clave. la productividad. Cuando una nación está atrasada es fácil crecer añadiendo población al mercado

⁵⁸ El aumento de la desigualdad puede tener causas más profundas que las que aducen los populistas. La desigualdad se mide en un país a través de los coeficientes de Gini, en los que un 0 marca igualdad total, y un 1 desigualdad total. En España los coeficientes de Gini, aunque inferiores a otros países como los de EE. UU., han subido durante la crisis (especialmente bajo mandato socialista, lo que muestra la complejidad del asunto y el escaso margen de maniobra político para afrontarlo). El coeficiente se puede medir por ingresos antes de impuestos, después de impuestos (lo que tiene más sentido en un marco fiscal progresivo como el español), por consumo (para así reflejar las rentas no declaradas conseguidas en la economía negra) o por activos (que refleja desigualdad motivada por herencias y no por trabajo). Tal y como ha señalado Bullard (http://research.stlouisfed.org/econ/bullard/pdf/Bullard_CFR_26June2014_Final.pdf), el envejecimiento de la población explica parte de dicho aumento de la desigualdad (a mayor edad las familias tienen menos deudas y más ahorro para encarar la jubilación), lo que no quiere decir que la desigualdad entre gente de la misma edad haya aumentado tanto como indica un coeficiente de Gini. Todo este asunto está en cierta medida sometido a populismo pasional y a falta de análisis crítico

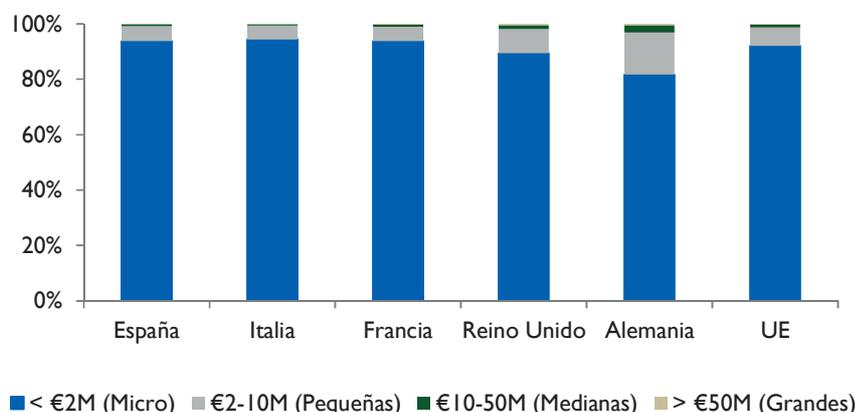
⁵⁹ El análisis económico del independentismo catalán fue tratado en *The Case for Spain I*, p. 75.

⁶⁰ Siguiendo la terminología de *Why Nations Fail*. El mejor exponente de dicha “extracción” ha sido la negligencia y saqueo de la mayoría de las cajas de ahorros, negligencia y saqueo en su mayor parte propiciadas por parte del sistema político, que las ocupó desde los años 80. Las cajas de ahorro españolas fueron clave en la erradicación de la pobreza rural en el siglo XIX, y hasta su politización a primeros de los 80 jamás había quebrado una sola caja de ahorros. El asalto político a dichas instituciones resultó clave para su desgobierno, su quiebra sistemática y el quebranto para el contribuyente (unos 1.000 euros por español) y para el ahorrador al que se le vendieron mediocres títulos valores mediante muy cuestionables prácticas.

laboral y optimizando los métodos de producción (así España creció con fuerza en los años 60). No obstante cuando una economía está optimizada la fuente última de crecimiento y competitividad es la productividad (el gran desafío que no supo vencer Japón y ahora afronta China). Aunque la productividad es un factor muy complejo, está obviamente asociado al nivel educativo de un país, aparte de los incentivos para acometer investigación y desarrollo. El panorama de España no es halagüeño, con un sistema educativo con unos resultados muy deficientes desde hace ya décadas, un gasto en I+D (1,3% del PIB) inferior al de cualquier competidor (2% en Occidente), y una productividad de dicho gasto (conversión de cada euro en patentes) también inferior a la de otras naciones occidentales⁶¹. España ha vivido incrementos de productividad asociados a la enorme destrucción de desempleo (la relación entre ambas suele ser negativa), pero ahora que el país vuelve a crear empleo paradójicamente lo que probablemente vuelva a vivir es exiguos crecimientos de productividad, lo que cuestiona el crecimiento futuro. De hecho ya en 2014 se observan crecimientos de productividad anualizados por debajo del 1%. Sin un cambio en el modelo de producción que fomente el I+D, la formación de calidad en el empleo y un mejor sistema educativo será difícil paliar esta amenaza.

- **Segundo:** la infra inversión vivida por la economía española (en porcentaje del PIB) llevará necesariamente a un menor ritmo de crecimiento económico futuro.
- **Tercero:** la enorme dependencia que España tiene de las PYMEs representa una vulnerabilidad, ya que las PYMEs se financian más caro que las empresas grandes, exportan menos y son menos productivas por trabajador. Las PYMEs son un elemento clave en la economía española, pero el país necesita más empresas medianas y menos pequeñas por los motivos aquí expuestos. Dicha transición aumentaría las posibilidades de crecimiento futuro. Lamentablemente apenas se ha hecho nada en esta dirección.

Tabla 4.13. Distribución de empresas por país según facturación



Fuente: Comisión Europea "SBA Fact Sheet 2013"

- **Cuarto:** un alto porcentaje de desempleo estructural (natural), como es el caso de España, donde podría exceder del 15%, frente por ejemplo un 6% en EE. UU., limita también la capacidad de crecimiento de un país. Si no se acometen políticas para reducir el desempleo estructural el crecimiento a largo plazo será exiguuo.

⁶¹ Dicho esto, el ratio de cobertura de alta tecnología (*royalties* pagados menos *royalties* recibidos) se sitúa en el 57%, nivel bajo pero el más alto de la historia...

Séptimo: recuperación salarial

La recuperación de la economía española se ha basado en una mejora de competitividad asociada a una deflación salarial y una mejora de la productividad. Un enorme desempleo limita la capacidad de un empleado de reclamar subidas salariales futuras, lo que en la práctica lleva a predecir congelación salarial en los próximos dos años. Aunque dicha congelación sea buena para la competitividad, es muy mala para el consumo de las familias, necesario a su vez para espolear la inversión. La realidad es que los salarios en España llevan estancados desde 2008⁶². Es posible que en sectores de muy alta productividad, como la industria, los empleadores poco a poco repercutan sobre los empleados parte de las mejoras de productividad. También es posible que aunque la masa de desempleo siga siendo alta, en ciertos sectores el desempleo desaparezca, lo que podría acelerar la recuperación salarial en dicho sector. Con todo, en el conjunto de la economía es difícil vaticinar incrementos salariales relevantes, por lo que el aumento del consumo ha de fiarse nada más que al volumen de los empleados, y no al incremento salarial. Paradójicamente, la ausencia de tensiones salariales provocará muy bajas inflaciones futuras (véase el siguiente riesgo), lo que a su vez evitará mitigar el problema de la deuda.

Octavo: inflación muy limitada

Aunque la economía española ha tendido en el pasado a ser inflacionista, con los enormes costes sociales y económicos que dicha inflación han supuesto, la enorme caída de demanda agregada desde el inicio de la crisis ha resultado en un evidente exceso de oferta de bienes y servicios, exceso de oferta que ha redundado en bajísimos niveles de inflación. El exceso de oferta se evidencia en el sector servicios, con unos niveles de desempleo cercanos al 25% cuando los niveles de desempleo natural se pueden situar en una horquilla entre el 15% y el 20% (por lo tanto el exceso de mano de obra en paro limita los incrementos salariales y estos las subidas de precios). En el sector manufacturero la industria se sitúa en niveles de utilización de la capacidad cercanos al 75%, por debajo de las medias históricas cercanas al 78%. En general la economía española presenta un exceso de capacidad de producción frente a demanda (fenómeno conocido como *output gap*) de un 4% del PIB (hasta que no desaparezca no será fácil observar tensiones inflacionistas). A su vez, la masa monetaria tampoco ha ayudado a paliar dicha situación a pesar de los intentos del BCE, con incrementos anuales negativos o cercanos al 0%, todo en un contexto de una fuerte reducción de la velocidad del dinero (número de veces que el dinero transacciona al año, directamente proporcional a la inflación). Si a estos factores le añadimos la caída de los precios de los alimentos y de la energía acaecidos durante 2014, no es de extrañar observar inflaciones de precios de consumo y precios industriales ligeramente negativas.

Con todo, no creemos que España vaya encaminada a la deflación, ya que:

- a) Ésta suele estar asociada a un sistema bancario con balances falsos y con incapacidad de prestar, algo que ocurría en España hasta 2012, pero no ahora.
- b) La deflación requiere demanda interna a la baja o sin crecer, contrariamente a lo que ocurre en España desde 2014.
- c) Ante un escenario de recuperación de demanda y muchos años de infrainversiones la tensión competitiva en precios no puede sino subir.
- d) La política monetaria del BCE antes o después repercutirá en mayor financiación, y la mejora de confianza en mayor velocidad del dinero, ambos factores inflactarán a la economía.

Si mucha inflación es mala en un país, un nivel de precios muy bajo en una economía muy endeudada es también algo no deseable. El escenario idóneo para España sería obtener inflaciones cercanas al 2%, lo que unido al crecimiento real superior a 2% llevará a crecimientos nominales superiores al 4%, lo que reduciría mucho los desequilibrios de deuda. Sin embargo los factores aquí expuestos muestran cómo aún hay que andar mucho para conseguir esos objetivos de inflación.

⁶² Aunque la negociación colectiva muestre por ejemplo subidas del 0,6% en 2014, la realidad es que los costes salariales no suben, luego la inmensa mayoría de trabajadores no afectados por negociación colectiva están experimentando ligeros recortes.

Noveno: energía

España importa un 73% de la energía que consume, generando un déficit energético anual de 50.000 millones de euros. Aunque afortunadamente España compensa con creces dicho déficit con los ingresos del turismo, la evolución de los costes energéticos ha sido extremadamente negativa. Así, las políticas conducentes a limitar la dependencia energética mediante masivas subvenciones a las energías renovables han provocado que la energía española alcance un nivel de precios de los más altos de la zona euro (a pesar del menor nivel de renta disponible) lo que mitiga el poder de compra del consumidor y la competitividad de las empresas (que tienen que repercutir vía menores salarios la mayor factura energética para mantener su competitividad). A su vez, el país se embarcó en un enorme esfuerzo inversor en centrales de ciclo combinado que han quedado infrautilizadas como consecuencia de la fuerte reducción de la demanda energética vivida desde que comenzó la crisis. La deuda arrastrada por el déficit generado por las energías renovables alcanza un 3% del PIB, y aunque se han acometido muy dolorosas medidas para controlar el déficit de tarifa (diferencia entre el coste de producción, que incluye subvenciones y el precio de venta), éste sigue presente, por lo que no es previsible que el precio de la energía española vuelva a ser competitivo en un futuro próximo.

España presenta algunas oportunidades para mitigar dicha debilidad; así posee centrales para hacer líquido gas natural importado por barco (de ahí que España sea uno de los pocos países europeos que no dependa del gas ruso), y estas instalaciones, con la conveniente conexión hacia Francia (que ha sido acordada muy recientemente) podrían a medio plazo verter gas norteamericano hacia Europa a través de las terminales españolas. Por otro lado España acaba de autorizar prospecciones para encontrar gas (por fragmentación, en el norte de España) y petróleo (en las Islas Canarias) aunque con resultados inciertos y previsibles volúmenes limitados. Queda además la posibilidad de incrementar el volumen de producción nuclear. Con todo, los pactos de Estado necesarios para afrontar tanto desmán pasado están aún muy lejos de lograrse.

Conclusión, décimo riesgo: la complacencia.

“El saberlo no es suficiente, hay que aplicarlo. El quererlo no es suficiente, hay que hacerlo”.

Johann Wolfgang von Goethe

Hemos expuesto en el último capítulo los nueve riesgos más evidentes que afronta España. En nuestra opinión aunque éstos son formidables, son mucho más manejables que los riesgos que presentaba España en 2007. Con todo, son riesgos, muchos de ellos de medio plazo, que han de ser gestionados para mantenerlos bajo control y evitar mayores daños. Para la correcta gestión de dichos riesgos es crucial no caer en el décimo riesgo, que explicamos en este epílogo y conclusión del informe.

En “El Coloso”, la pintura “negra” que aparece en la portada de este informe, el autor (bien sea Goya, al que se le atribuyó, bien un discípulo suyo), muestra un paraje español asolado por la guerra, previsiblemente la guerra de la Independencia, en la que el ejército francés barrió la geografía nacional con un enorme y trágico coste humano. Se han realizado muchas alegorías del gigante, o coloso, que se eleva en la profundidad. Muchos autores señalan que se trata del genio que es capaz de despertar la población española cuando afronta una situación de tragedia nacional. Así, el genio o coloso se eleva mirando hacia el lado opuesto del que huyen los civiles, previsiblemente dispuesto a enfrentarse y destrozarse al ejército francés, como en efecto ocurrió.

Para nosotros, este cuadro ilustra muy bien las trágicas circunstancias vividas por España durante los últimos años. Así, la recesión ha sido con diferencia la más devastadora desde 1959, el daño causado a nivel social económico e institucional ha sido enorme, y sus efectos están bien simbolizados por las desesperadas migraciones mostradas en el cuadro de Goya. También en medio de tanta desgracia la nación ha sabido dar lo mejor de sí misma, con un encomiable desarrollo del sector exportador (nuestro Coloso) que ha sido capaz de sacar a España de la crisis sin necesidad de devaluar, un Coloso que ha permitido equilibrar el monstruoso déficit exterior acumulado en los años buenos que ha sentado las bases para desarrollar un segundo pilar de crecimiento, la demanda interna, y que ha devuelto la capacidad de una nación para creer en sí misma.

Con todo, en el cuadro, en medio del caos generado por la huida de la población civil, un pequeño burro se muestra inmóvil sin hacer absolutamente nada, ni ayudar al coloso a enfrentarse al enemigo, ni huir para ponerse a buen recaudo. Se han atribuido muchas simbologías al burro. En nuestro informe el burro es el décimo riesgo, el más macabro de todos: la complacencia.

Muchos de los males que han emergido durante la crisis se habían gestado en los años “buenos”. Como dice Warren Buffet, “cuando baja la marea se ve quién nadaba desnudo”. Los caracteres chinos que muestran la palabra “crisis” también quieren decir “oportunidad”. Estos años de crisis han supuesto una oportunidad para construir un país mucho más sostenible del que se había desarrollado los últimos veinte años, años en los que se había cimentado un modelo caduco y peligroso, edificado sobre el exceso de crédito y éste a su vez sobre la complacencia colectiva. Sin embargo, a medida que la situación mejora con el esfuerzo de todos, poco a poco la complacencia comienza a realizar acto de presencia.

Está sólo en nuestra mano gestar que cuando las próximas generaciones observen el cuadro de “El Coloso”, identifiquen nuestra generación con el burro... o con el Coloso.

APÉNDICE I

Precio			
	Fuente	Periodicidad	Observaciones
Índice de precios de la vivienda	Instituto Nacional de Estadística	Trimestral	Datos de base: Colegio de Notarios. Se excluyen las viviendas protegidas. Se considera vivienda nueva cuando es la primera transmisión en la escritura de compraventa.
Precio medio del m ² de la vivienda libre	Ministerio de Fomento	Trimestral	Datos de base: Tasaciones Las desagregaciones geográficas se han estimado con los datos provinciales, publicados por el Ministerio de Fomento y utilizando como ponderaciones: i) Hasta el segundo trimestre de 2011 el número de viviendas por provincias del Censo de Población y Viviendas de 2001 del INE. ii) Posteriormente, el número de viviendas por provincias del Censo de Población y Viviendas de 2011, del INE.
Deflactor de la inversión	Instituto Nacional de Estadística	Trimestral	Contabilidad Nacional Trimestral, deflactor implícito de la formación bruta de capital fijo en vivienda.

Actividad			
	Fuente	Periodicidad	Observaciones
Número de viviendas visadas en los últimos doce meses	Ministerio de Fomento	Mensual	Visados de dirección de obra Las desagregaciones geográficas se han obtenido agregando los datos provinciales.
Número de transacciones de compraventa de viviendas: <u>ante notario</u>	Ministerio de Fomento	Trimestral	Las desagregaciones geográficas se han obtenido agregando los datos provinciales.
Número de transacciones de compraventa de viviendas: <u>registradas</u>	Colegio de Registradores de la Propiedad e Instituto Nacional de Estadística	Trimestral / Mensual	Hasta diciembre de 2006 datos trimestrales publicados por el Colegio de Registradores; posteriormente Estadística de Transmisiones de Derechos de la Propiedad del INE.
Inversión en vivienda	Instituto Nacional de Estadística	Trimestral	Contabilidad Nacional Trimestral, índice de volumen encadenado, referencia año 2008=2010, formación bruta de capital fijo de vivienda.

Inversión Extranjera en inmuebles			
	Fuente	Periodicidad	Observaciones
Índices de precios reales	BCE y OCDE	Varía según país	

Parque de viviendas			
	Fuente	Periodicidad	Observaciones
Número de viviendas	INE	Decenal	El dato de cada censo corresponde a un mes determinado (no siempre el mismo) dentro del año en que se realiza el mismo. Estimación intercensal: i) Hasta octubre 2011 se calcula mediante extrapolación, hacia adelante y hacia atrás, del dato del último censo (noviembre de 2001), en función del número de viviendas visadas por el Colegio de Arquitectos, suavizada en t-24 y suponiendo una tasa de demolición del 0,25% anual. Para suavizar la serie de Visados del Colegio de Arquitectos, se consideran los meses t-2 hasta t+2, con ponderaciones 1/9, 2/9, 3/9, 2/9 y 1/9.
	Banco de España	Mensual	ii) Posteriormente, se calcula mediante extrapolación hacia adelante del dato del último censo (noviembre de 2011), en función del número de viviendas libres terminadas según la Estadística de Vivienda Protegida, ambas del Ministerio de Fomento, y suponiendo una tasa de demolición del 0,35% anual.

AVISO LEGAL

Las opiniones expresadas en el presente documento reflejan la opinión personal del autor en relación a los temas analizados. El autor no ha recibido ni recibirá ninguna compensación por proporcionar una recomendación u opinión específica en el documento.

El documento ha sido preparado por Arcano Valores AV, S.A.U. (Arcano Valores). Arcano Valores es una firma de inversión, regulada y registrada bajo el número 243 en el Registro Administrativo de Agencias de Valores de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). El presente documento tiene carácter divulgativo y no constituye una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Arcano Valores no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

El documento contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes de fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de modificación independiente por Arcano Valores. Arcano Valores, por tanto, no ofrece garantía expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o fluctuaciones del mercado. Arcano Valores no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

Arcano Valores tiene reglas de conducta internas que contienen, entre otras cosas, procedimientos para evitar conflictos de interés con respecto a recomendaciones, incluyendo: la consideración del departamento de *Research* como un área separada, murallas chinas, y la posibilidad de establecer restricciones específicas en actividades de análisis cuando se considere oportuno.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida la reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por Arcano Valores.

Este documento ha sido elaborado por:

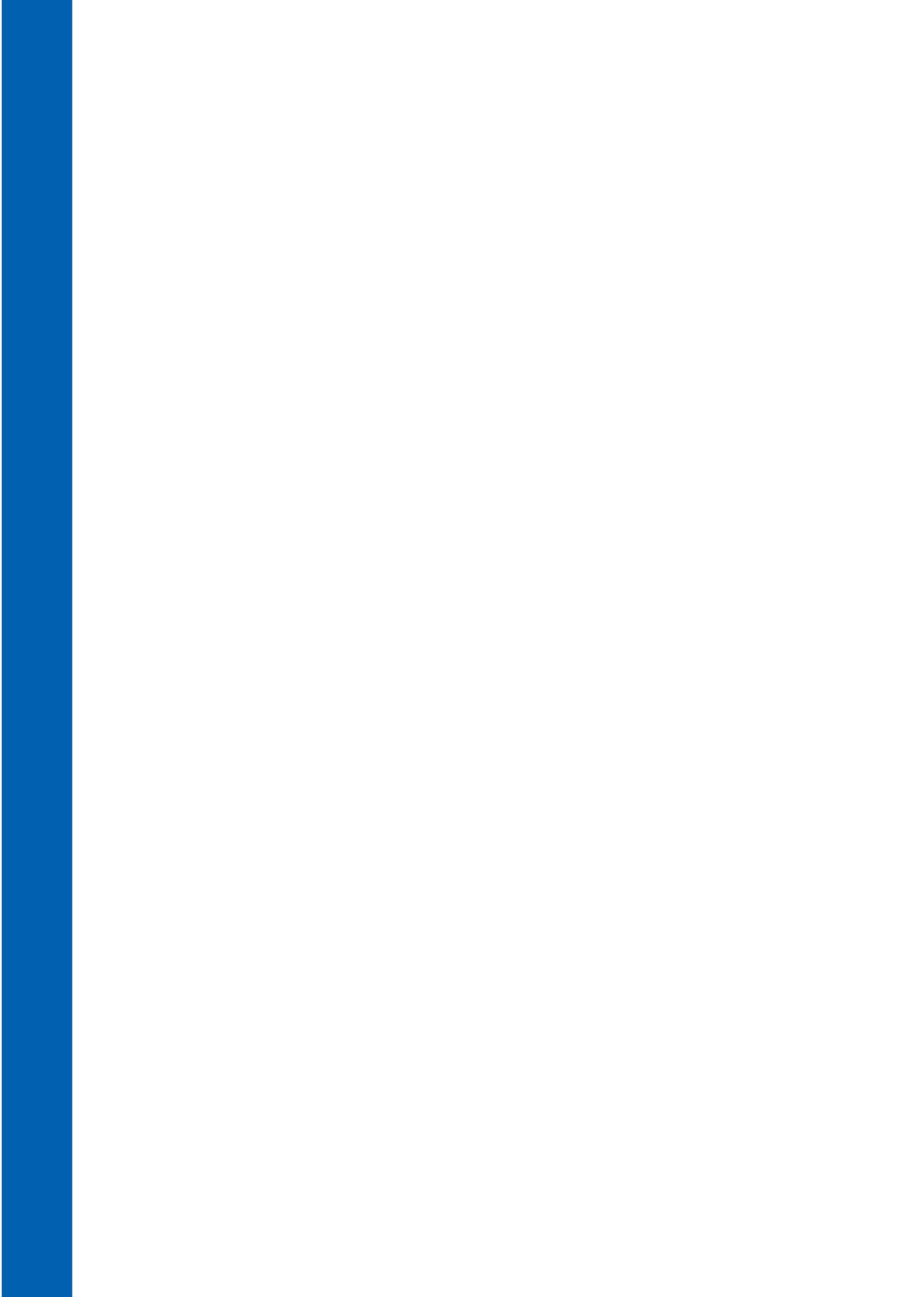
Arcano Valores AV, S.A.U.

López de Hoyos, 42

28006 Madrid

+34 91 353 21 40

www.arcanogroup.com



ARCANO

Este documento ha sido elaborado por:

Arcano Valores AV, S.A.U.

López de Hoyos, 42

28006 Madrid

+34 91 353 21 40

www.arcanogroup.com