

La Demanda de Inversión en las Economías Desarrolladas





La Demanda de Inversión en las Economías Desarrolladas

CONTENIDOS

1. Resumen Ejecutivo.	6
2. Introducción.	11
3. La caída secular del tipo de interés real.	13
4. La manifiesta debilidad de la inversión empresarial en el mundo desarrollado.	15
5. Área del euro: insuficiente crecimiento, diseño incompleto y mayor necesidad de inversión en aras a la convergencia real.	19
6. Economía española.	23
7. Soluciones de política económica y perspectivas futuras.	33



1 | Resumen Ejecutivo.

Una parte fundamental de la teoría económica se ocupa del estudio del ciclo económico, más concretamente de su volatilidad a lo largo del tiempo. La política económica adquiere así gran relevancia en aras a suavizar dicho ciclo e intentar mantener el crecimiento del PIB en una senda estable. Pero la lenta recuperación de las economías avanzadas tras la Gran Recesión, así como episodios extremos de letargo económico como el vivido por Japón en los últimos 25 años invitan a pensar que **los países desarrollados pueden estar viviendo un déficit crónico de producción**, esto es, que se hace necesario prestar atención (además de a la volatilidad de la producción a lo largo del tiempo) al nivel de producción.

Este menor nivel de producción podría explicarse desde el ámbito de la oferta o desde el lado de la demanda. La baja inflación observada en las economías desarrolladas durante la crisis y la posterior recuperación podría indicar que la falta de demanda ha tenido una mayor influencia en el bajo nivel de producción y de crecimiento económico de la que haya podido tener el también reducido aumento de la productividad. Ya vimos los problemas que generan las dificultades para elevar la productividad en los años setenta y cómo los precios aceleraron su crecimiento.

Y ello se ve reforzado por la Ley Inversa de Say según la cual la falta de demanda crea su propia falta de oferta, estrictamente relacionado con el concepto de histeresis, que básicamente consiste en que cuando la economía es muy débil, las familias gastan poco, las empresas no invierten, la gente no asume riesgos, se despide a trabajadores, etc. y todo ello reduce el potencial de crecimiento de la economía.

Recientemente, la presidenta de la Reserva Federal estadounidense, Janet Yellen, reconoció que la experiencia de los últimos años apunta a que la demanda agregada puede tener efectos duraderos sobre la capacidad de producción. Esto es, si se invierte poco y el paro involuntario se prolonga, la economía acaba viendo mermados sus recursos para producir en el futuro.

La interpretación también podría hacerse en los términos de una gran "resaca" de las economías avanzadas tras los excesos anteriores a la crisis, principalmente en forma de excesivo endeudamiento privado. Pero una observación de los datos con mayor perspectiva histórica nos permitiría fijarnos en **la evolución seguida por el tipo de interés real en los últimos treinta años, que ha mostrado una clara tendencia a la baja hasta situarse en mínimos históricos no observados desde la Gran Depresión.**

El tipo de interés real, esto es, la rentabilidad nominal de los activos una vez descontada la inflación esperada, es una variable macroeconómica determinante, ya que es clave en las decisiones intertemporales de inversión y consumo de los agentes económicos. El tipo de interés real de equilibrio es aquel que iguala la oferta (ahorro) a la demanda (inversión) de fondos prestables o, en otros términos, es aquel que equipara la productividad marginal del capital con la compensación que hay que dar a los ahorradores por retrasar su consumo. Este concepto está estrechamente relacionado con el tipo de interés real "natural" utilizado habitualmente en la literatura de ciclos económicos, y que sería, como precisó Knut Wicksell, aquel tipo de interés coherente con la utilización de todos los recursos productivos en una economía sin ningún tipo de fricciones financieras o reales. Este tipo de interés natural mide la rentabilidad asociada al crecimiento potencial de la economía y depende de parámetros fundamentales, como el crecimiento de la productividad y de la población o la elasticidad de sustitución intertemporal de los consumidores, que mide su flexibilidad para retrasar su consumo.

La creciente integración comercial y financiera de las últimas décadas ha llevado a que los tipos de interés reales de cada economía estén cada vez más condicionados por los desarrollos internacionales, y ello a pesar de la todavía conservadora posición de la economía china en esta materia. La progresiva apertura de las economías, con cada vez mayores flujos comerciales y financieros, ha permitido que las economías con necesidades de inversión no cubiertas por su ahorro interno puedan recurrir al exceso de ahorro de otros países, de forma que la financiación fluya hacia los países donde es más rentable, generando ganancias globales. De este modo, podemos definir un tipo de interés real mundial como aquel que iguala la oferta y la demanda de fondos prestables a escala global estando la evolución de los tipos de interés, por tanto, cada vez más condicionada por factores comunes a todos los países que dependen del ahorro y de la inversión mundial.

La evidencia empírica muestra que los tipos de interés reales se han ido reduciendo progresivamente desde los años ochenta del siglo pasado en la mayoría de economías avanzadas y emergentes, hasta situarse en niveles históricamente bajos. La persistencia de esta tendencia y su profundización durante la crisis financiera global ha llevado a plantear una serie de cuestiones muy relevantes en distintos ámbitos.

Entre las fuerzas comunes que elevan el ahorro mundial se encuentran el envejecimiento de la población, la mayor incertidumbre sobre los ingresos futuros, la mayor desigualdad económica o el disponer de un mayor colchón de liquidez y una menor dependencia bancaria en el caso de las empresas tras la crisis económica y financiera de las



economías avanzadas. Las tendencias demográficas implican que es muy probable que haya menos jóvenes, lo que, entre otras consecuencias, implica que habrá una menor demanda de crédito. Por otra parte, el pago de la deuda y la carga de las transferencias intergeneracionales a las que estos grupos de población tendrán que hacer frente también motivan un aumento de su ahorro. Además, una tasa reducida del crecimiento de la productividad también induce a lo mismo, a ahorrar más. **La desigualdad de la renta, que es creciente en los últimos años, puede tener un efecto negativo adicional sobre el consumo agregado, tanto mayor cuanto más elevada sea la propensión marginal a consumir de los hogares con menor renta en relación con la de los hogares con mayor renta.**

Mientras, **en el ámbito de la inversión,** si analizamos la evolución de esta variable en las **economías desarrolladas** durante los últimos años, destacan dos características fundamentales. Por un lado, **la tasa de inversión productiva respecto al PIB se ha ido reduciendo durante las tres últimas décadas** en varias de estas economías —como Japón, Reino Unido y algunos países del área del euro— y éste es un fenómeno que va más allá de la reducción observada en el precio relativo de estos productos. Por otro, **durante la Gran Recesión, casi todas las economías desarrolladas registraron una fuerte caída de la inversión, a la que siguió una recuperación desigual por países** —más intensa en Estados Unidos y Reino Unido que en el área del euro y Japón—. **Uno de los objetivos del presente informe es analizar los determinantes de ambos fenómenos, dada la relevancia especial que adquiere el comportamiento de la inversión a lo largo del ciclo económico desde una perspectiva macroeconómica,** por la naturaleza dual de este agregado. Por un lado, sus fluctuaciones cíclicas son, por lo general, mucho más pronunciadas que las del resto de componentes de la demanda agregada, por lo que tienden a ser responsables de una elevada proporción de la variabilidad del PIB de los países. Por otro lado, el gasto en inversión se traduce en incrementos del stock de capital, de modo que da lugar a aumentos de la producción potencial corriente y futura de la economía.

Pues bien, **el comportamiento actual de la inversión y la caída del capital físico no casan bien con la teoría tradicional de la demanda de inversión ya que ésta no repunta, como debería, a pesar de los bajos tipos de interés y la recuperación de los beneficios empresariales.** Y, a pesar de la virulencia de la Gran Recesión en las economías avanzadas, **la tendencia negativa seguida por la inversión en las últimas tres décadas se debe principalmente a factores de carácter más estructural o de largo plazo** —relacionados con las nuevas formas de inversión, la internacionalización o la distinta estructura productiva de los países—. Algunos de estas causas están relacionadas con ciertos cambios estructurales que subyacen en la formulación de la

hipótesis conocida como *secular stagnation*, o estancamiento secular, tesis expuesta por primera vez a finales de 2013 por el catedrático de Harvard y antiguo secretario del Tesoro de Estados Unidos, Larry Summers, que a su vez recoge las ideas del economista también americano Alvin Hansen de 1938.

Por otra parte, **las enormemente laxas condiciones de financiación, promovidas por la flexibilización cuantitativa, o quantitative easing, han permitido a muchas empresas emitir deuda para financiar la compra de acciones propias. La recompra de acciones por parte de la empresa implica, a menudo, una señal negativa sobre las expectativas futuras de la misma.** El mensaje implícito es que las empresas dejan de abordar una serie de proyectos que ofrecen rendimientos interesantes, condicionando así los futuros beneficios empresariales.

No obstante, la importancia creciente de los activos intangibles permite matizar la idea del descenso de las tasas de inversión, ya que señala la posibilidad de que éstas estén infravaloradas en las cuentas nacionales, al no considerar plenamente el capital acumulado en forma de activos ligados a la creación y al conocimiento, rúbrica que está adquiriendo progresivamente una mayor importancia en las economías desarrolladas. En este sentido, en los sectores de alta tecnología se estaría produciendo una sustitución de capital físico por inversión en intangibles (como propiedad intelectual o marca), que es además menos observable porque en gran medida responde a procesos intra-empresa, esto es, que no adquieren valor a través de las transacciones en el mercado al realizarse dentro de la empresa. La inversión presentaría, de este modo, un comportamiento paralelo al mercado de trabajo. Al mismo tiempo que el trabajo de baja cualificación es sustituido por la automatización, el capital físico es sustituible por trabajo altamente cualificado (que es el factor en el que son intensivos los intangibles). Y ello tendría importantes implicaciones de política económica, dado que, en este nuevo contexto, para favorecer la inversión del país y atraer inversión extranjera, podrían ser más relevantes y tener un impacto mayor los cambios en la estructura productiva hacia la economía del conocimiento que los tipos de interés. **El capital intangible es considerado, cada vez con mayor rotundidad, como una fuente adicional de crecimiento,** frente a los factores productivos tradicionales como son el trabajo y el capital físico, que explican el progreso de la sociedad a medio y largo plazo.

En relación al comportamiento de la inversión empresarial más reciente, la evidencia empírica apunta a que en el área del euro y en Estados Unidos la debilidad de la inversión durante los últimos años es consecuencia, en buena medida, de la moderación de la actividad económica. En ambas regiones, los determinantes tradicionales de la inversión empresarial (actividad y, en menor medida, coste relativo de

El problema del área del euro reside en que es una unión monetaria incompleta y con una gobernanza imperfecta de manera que, si el bajo crecimiento económico se trata hoy de un problema, al menos en parte, de falta de inversión y de demanda insuficiente, el área del euro no cuenta con los mecanismos ni la estructura necesaria para resolverlo pues ni existe una unión fiscal ni se ha completado aún la unión bancaria.



los factores) permiten explicar el proceso de recuperación observado tras la Gran Recesión, pero no la profundidad de la caída registrada en 2008 y 2009, que hace necesario incorporar nuevos factores explicativos tales como el posible impacto de las dificultades de acceso a la financiación externa así como el elevado nivel de incertidumbre que ha caracterizado la crisis.

Dos explicaciones son las más comúnmente aceptadas al respecto de por qué a pesar de los bajísimos tipos de interés y de la ampliamente accesible financiación a través del mercado y, más recientemente, también de la financiación bancaria y del buen comportamiento de los beneficios empresariales, la inversión empresarial ha sido débil en los últimos años. La primera reside en el aparente desajuste entre las condiciones financieras favorables y las oportunidades de inversión. Se trataría de que las empresas que tienen las mejores oportunidades de inversión no son las que precisamente cuentan con los suficientes fondos propios o fácil acceso a la financiación externa. Una segunda, y más plausible, explicación, es que incluso si las empresas cuentan con recursos para invertir no tienen claro que el rendimiento de la inversión vaya a superar su coste, debido a la elevada incertidumbre sobre las condiciones económicas y financieras futuras. En su versión más extrema, esta segunda explicación implicaría que **el fácil acceso a la financiación no es el determinante principal de la inversión.**

Aunque en los primeros años de la crisis el acceso al crédito y a la financiación mayorista estuvo muy restringido para las empresas en general, en la actualidad y especialmente para el caso europeo, como pone de manifiesto la Encuesta que realiza el Banco Central Europeo a las pymes, **el bajo crecimiento de la formación bruta de capital fijo en Europa reside hoy más en la baja demanda de crédito, dada la ausencia de inversiones rentables percibida por parte de las empresas.** Las empresas no esperan que los rendimientos de sus inversiones excedan el coste del capital ajustado por riesgo o las rentabilidades que puedan obtener de activos financieros más líquidos. Y ello sucede porque las empresas han tenido y tienen dudas sobre la demanda futura y, por ende, no están interesadas en comprometerse con inversiones irreversibles, en un entorno que perciben de elevada incertidumbre. E, incluso si son relativamente optimistas sobre la demanda futura, pueden no mostrar interés en invertir si creen que la rentabilidad a obtener será reducida.

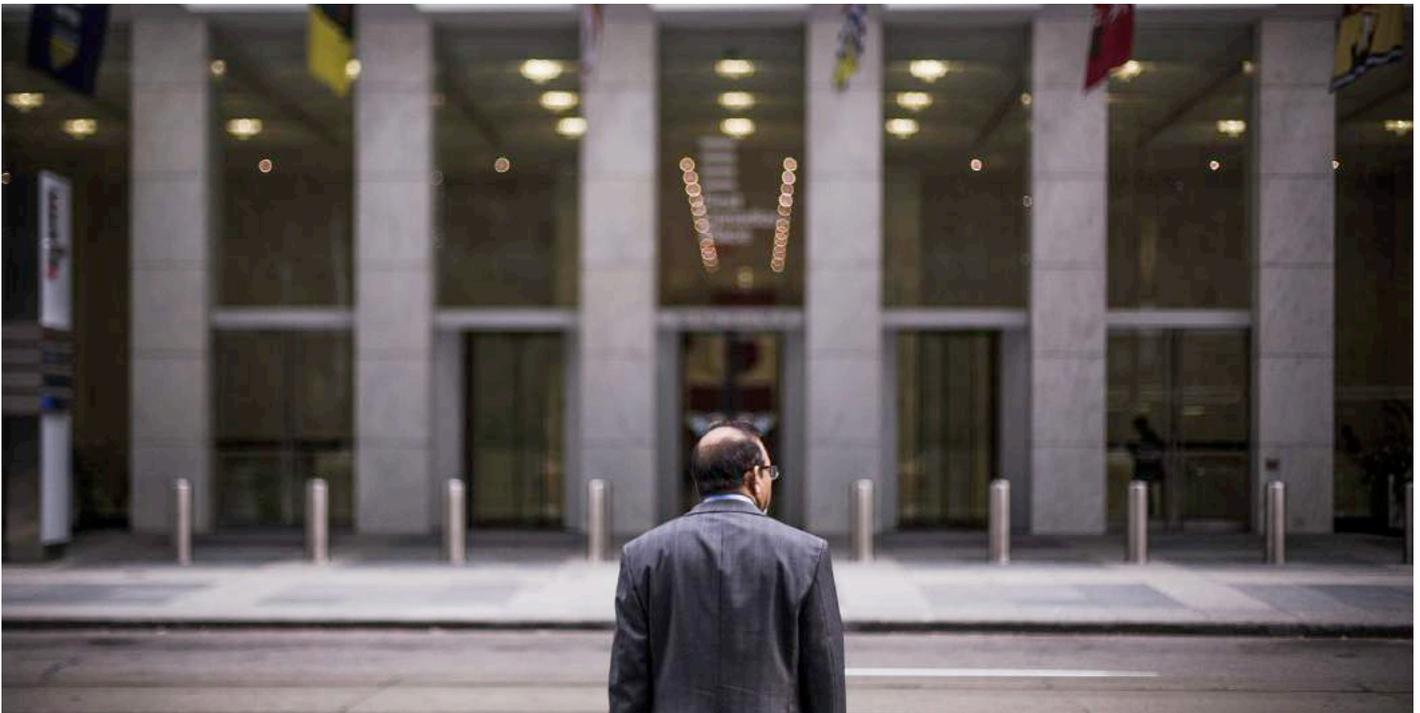
En el caso de la Unión Económica y Monetaria (UEM), cabe destacar que el comportamiento agregado esconde una evolución diferenciada por países, en parte ligada al elevado nivel de fragmentación financiera observado tras la crisis de deuda soberana, que dio lugar a condiciones de financiación muy distintas entre sus Estados miembros. En este sentido, **cuando en el período más reciente se han reducido significativamente estas diferencias en el coste de financiación, la inversión empresarial ha mostrado un comportamiento muy dinámico en alguno de los países que originalmente se vieron muy afectados por la crisis de deuda, como España e Irlanda.** A ello hay que añadir el menor nivel inicial y la mayor intensidad en la caída de la inversión pública observada en la eurozona frente al resto de economías avanzadas a lo largo de la crisis (entre el 2-2,5% del PIB desde un pico del 2,8% en la primera, frente a un 3-3,25% del PIB desde un máximo del 3,5% en las segundas).

El problema central que debe afrontar la eurozona es la debilidad de la demanda de inversión, claramente insuficiente. A los niveles actuales, **las economías europeas no generan la demanda suficiente a corto plazo, y no están estableciendo la base para un alto crecimiento y una profunda transformación estructural.** La inversión privada no volverá a niveles adecuados si no se complementa con inversión pública y medidas para mitigar el riesgo.

El problema del área del euro reside en que es una unión monetaria incompleta y con una gobernanza imperfecta de manera que, si el bajo crecimiento económico se trata hoy de un problema, al menos en parte, de falta de inversión y de demanda insuficiente, el área del euro no cuenta con los mecanismos ni la estructura necesaria para resolverlo, pues ni existe una unión fiscal ni se ha completado aún la unión bancaria. La excesiva dependencia de la política monetaria impide que se activen los mecanismos impulsores del crecimiento económico por el lado fiscal.

Tradicionalmente, a través de una bajada del tipo de interés, la política monetaria persigue dos objetivos: primero trasladar demanda del futuro y traerla al presente (a través del abaratamiento del precio del dinero) y, segundo, al reducir el precio del dinero se deprecia la divisa, de manera que también se “roba” demanda al resto del mundo (empobrecimiento del vecino) que se materializa a través del incremento de las exportaciones nacionales, quitándoselas a otros países competidores.

El primer objetivo, el de adelantar demanda futura a presente, se apoya en la hipótesis de que la gente reacciona ante una bajada del tipo de interés endeudándose más, invirtiendo y consumiendo. Pero eso exige un supuesto básico: el de que existe demanda de crédito. La demanda puede ser sensible ante las primeras bajadas de tipos, pero **llega un momento en que la ausencia de demanda de crédito hace ineficiente la política monetaria.** Y eso es precisamente lo que se observa en la actualidad y que pone de manifiesto la Encuesta de Acceso a la Financiación de las Empresas que cada trimestre lleva a cabo el Banco Central Europeo (BCE). De este modo, las empresas invierten a unos ritmos muy bajos, a pesar de tener acceso a capital muy barato, lo que puede ser indicativo de incertidumbres en torno a la demanda, fiscalidad o regulación futuras. Y esta incertidumbre sobre el futuro difícilmente se soluciona con la política monetaria exclusivamente. Se trata de problemas estructurales que no requieren soluciones temporales.



Por lo que se refiere al segundo objetivo de quitar demanda al resto del mundo mediante la depreciación de la moneda, se supone equivocadamente que solo es un país (o un área monetaria) el que pone en marcha una política monetaria laxa que permite depreciar la divisa y aumentar las exportaciones. Pero el resto de países pueden maniobrar de la misma manera, impidiendo la ventaja previa obtenida en forma de moneda más barata.

Dada la imposibilidad de bajar los tipos a corto por debajo de cero, se decidió acudir a políticas de expansión cuantitativa, que pretenden animar la demanda mediante un mecanismo indirecto, el abaratamiento de la rentabilidad de los bonos soberanos. Así, se pretende que el dinero fluya hacia activos más arriesgados, lo que reduciría su rentabilidad y, por tanto, animaría a las empresas a pedir prestado para invertir. A pesar del posible éxito parcial de esta medida, es necesario también considerar los efectos colaterales de la medida anterior en forma de **peligrosas burbujas de determinados tipos de activos**.

No ajenos al conocimiento de la falta de demanda de inversión así como de la soledad de la política monetaria en el actual diseño de la unión monetaria ni a su limitada eficacia en dotar del impulso necesario a la demanda, los gobiernos del área del euro pusieron en marcha **el Plan de Inversiones para la Unión Europea, más conocido como Plan Juncker**, que tiene como objetivo generar inversiones por al menos un valor de 500.000 millones de euros hasta finales de 2020.

Dentro de la zona euro, la economía española lidera el crecimiento económico en los dos últimos años, si bien debe hacer frente a importantes desequilibrios tales como el alto desempleo, el elevado déficit público, una deuda pública que se situó en 2016 en el 98,9% del PIB, un alto endeudamiento privado y una excesiva deuda externa neta y el bajo crecimiento de la productividad.

El principal síntoma de los problemas económicos de España es su bajo nivel de PIB por persona en edad de trabajar, que surge del elevado nivel de desempleo estructural (en torno al 15 o 16%) y de la baja productividad media de quienes tienen empleo. En consecuencia, **los principales problemas de la economía española no guardan probablemente tanta relación con el concepto de “estancamiento secular” o secular stagnation, como con la baja “productividad total de los factores” y el elevado desempleo, que encuentran su caldo de**

cultivo en un mercado de trabajo y un sector público ineficientes o en el tamaño medio empresarial excesivamente reducido, aunque también hundan sus raíces en la ausencia de una ambiciosa política de inversión en innovación.

La economía española, por su parte, ha pasado en diez años de una inversión que representaba el 31% del PIB en 2007 al 21% en la actualidad. Ello ha sido el resultado lógico de purgar los excesos de la excesiva inversión residencial. La inversión pública también ha sufrido una caída severa de alrededor del 60% con respecto a los niveles pre-crisis. Pese a la desaceleración observada en 2016 en el crecimiento de la inversión no residencial y en la inversión en bienes de equipo, esta última mantiene un ritmo muy destacable y su peso sobre el PIB es mayor que el observado antes de la crisis, pasando de ser del 25,2% a finales de 2007 a 34,5% en el tercer trimestre de 2016, un aumento de casi 10 puntos porcentuales. La evolución más destacable se observa en la inversión en intangibles, que, a falta del cierre definitivo de los datos, se habría situado a finales de 2016 en torno a un 22,7% por encima de la observada antes de la Gran Recesión. Del seguimiento de las solicitudes y concesiones de marcas se observa un crecimiento continuado durante los últimos años. En España en 2016 se realizaron 25.769 nuevas solicitudes de marcas, lo que supone un incremento del 2,3% respecto al año anterior, indicativo de un mayor esfuerzo en el seno de las empresas por innovar y diferenciar sus productos.

La persistencia de elevados déficits de balanza por cuenta corriente y la acumulación de altos niveles de endeudamiento privado constituyeron los dos grandes problemas macroeconómicos al inicio de la crisis que, en buena parte, terminarían explicando la intensidad de la recesión de la economía española. En este segundo desequilibrio, el endeudamiento privado de empresas no financieras y familias llegó a alcanzar el 220% del PIB (167% a finales de 2016). Respecto al primer problema, el ajuste del déficit de la balanza por cuenta corriente ha sido el más intenso de las últimas décadas, al pasar de un saldo negativo medio equivalente al 4,6% del PIB entre 1997 y 2012 a un superávit medio del 1,5% en los últimos cuatro años (2% en 2016). Mantener esa capacidad de financiación es una de las condiciones necesarias para alargar la fase expansiva actual, teniendo en cuenta que nuestra posición de inversión internacional neta (PIIN), es decir, la diferencia entre activos españoles en el resto del mundo y

los pasivos contraídos con el exterior, sigue siendo muy negativa (88% del PIB), lo que nos hace vulnerables ante posibles cambios de ánimo de los inversores internacionales. En este sentido, **la progresiva reducción lograda en los costes laborales unitarios ha permitido una continua ganancia de competitividad precio y un permanente crecimiento del desempeño exportador.** Lo que no se podía lograr vía devaluación tradicional de moneda se consiguió vía devaluación interna o devaluación salarial. La expansión de la industria y de las exportaciones españolas de bienes y servicios en los años venideros dependerá, por tanto, de los niveles de inversión alcanzados por las empresas, especialmente en bienes de equipo y en intangibles, al tiempo que el buen desempeño exportador servirá de acicate para mayores inversiones en el seno empresarial.

La economía española pasó de sufrir una severa restricción de crédito, que puso grandes palos en las ruedas de la esperada recuperación de la actividad económica, a experimentar la reciente ralentización de la demanda de inversión debido a un problema más relacionado con la falta de demanda de crédito. Y ello a pesar de que una mayor variedad de fuentes de financiación a la tradicional bancaria refuerza las posibilidades de inversión de las empresas, así como la capacidad de diversificar su pasivo atendiendo a coste, plazos y acceso. En este sentido ha sido clave para impulsar la inversión y reactivar la actividad en el mercado de emisiones corporativas la decisión por parte del Banco Central Europeo (BCE) de abrir una nueva fase de estímulo, con el inicio de las compras de deuda corporativa emitida en euros por empresas no financieras (aseguradoras incluidas) residentes en el área del euro (aunque su matriz sea extranjera) que cuenten con una calificación de grado de inversión.

Los datos indican claramente que las **empresas no financieras vienen mostrando cada vez una mayor capacidad de financiación, superando año tras año su nivel de ahorro a su nivel de inversión.** El mayor acceso a la financiación y los bajísimos tipos de interés propiciaron una recuperación económica en la que la generación de flujos de caja y los beneficios han sido muy generosos para un amplio número de empresas. Una vez obtenidos, las empresas deben decidir si los usan para reducir deuda, los reinvierten en crecimiento orgánico, los dedican a retribuir al accionista y a la recompra de acciones o los atesoran en forma de liquidez en las cuentas de tesorería de la compañía. Pues bien, **la tendencia reciente ha venido caracterizada por un aumento notable tanto de la recompra de acciones como de ahorro empresarial,** lo que ha impedido que todos esos fondos se utilicen para amortizar deuda en mayor medida y, especialmente, para nueva inversión.

La evidencia empírica es concluyente sobre la acumulación de liquidez o ahorro empresarial en las últimas tres décadas, tendencia que se ha reforzado desde la Gran Recesión. Se trata de un fenómeno de impacto global pero con una mayor influencia en empresas norteamericanas y japonesas. Si el ahorro empresarial representó en las empresas estadounidenses y japonesas un 6,4% y un 7,8% de sus activos en promedio en el periodo 1996-2006 respectivamente, dicha ratio subió hasta el 12% y el 17% en 2016. Para el área del euro las ratios son 9,2% y 10,5% respectivamente. En términos del PIB el ahorro alemán representa un 3,7% en 2016, frente al 3,5% del PIB en 2015. En el caso de España la capacidad de financiación del sector de empresas no financieras ascendió hasta el 2,8% del PIB en 2016, desde el 2,4% del año anterior. Los datos indican claramente, que tanto en España como en el área del euro, las empresas no financieras vienen mostrando cada vez una mayor capacidad de financiación, superando año tras año su nivel de ahorro su nivel de inversión. **El comportamiento favorable de los beneficios en los últimos dos años ha proporcionado un volumen elevado de financiación interna a las empresas, con aumentos en el agregado ahorro bruto de dos dígitos.** De hecho, las sociedades continúan apoyándose predominantemente en los recursos internos para desarrollar su actividad. De este modo, la recuperación económica y el

aumento de los beneficios empresariales permitieron cierta reanimación de la inversión de las empresas no financieras, si bien aún no se han recuperado los volúmenes anuales previos a la crisis en numerosos países, siendo los niveles de inversión insuficientes.

Entre las posibles explicaciones al comportamiento conservador de las empresas se encuentran los mayores niveles de incertidumbre y variabilidad de los flujos de caja observados tras la Gran Recesión, así como aspectos fiscales (relacionados con el desincentivo a repatriar beneficios) y aspectos vinculados con el gobierno corporativo.

Una capacidad de financiación permanente en el sector empresarial puede ser indicativa de una pérdida de fe en las posibilidades futuras de la economía. Estas expectativas negativas o limitadas sobre el futuro del país no incentivan la inversión empresarial y pueden dar lugar a una caída estructural de la demanda, cuyas consecuencias previsibles podrían ser un bajo crecimiento económico y una caída del crecimiento potencial, dado que la baja inversión también tendría efectos sobre el recorrido tendencial de la productividad.

Es por ello que adquiere gran **importancia hacer seguimiento a los datos de inversión de las empresas españolas en el exterior, pues podría estar teniendo lugar una nueva ola de expansión de la inversión por parte de empresas españolas. No dentro del país, sino por todo el mundo,** aprovechando ese importante colchón de liquidez adquirido en forma de recursos propios y los bajos costes de la financiación externa. En la antesala de la crisis, la economía española se había convertido en un activo y relevante inversor en el extranjero, situándose entre los cinco socios europeos con mayor stock de inversión extranjera directa emitida (IED). Había conseguido también casi equilibrar el valor de sus inversiones en el exterior con el de las inversiones recibidas de las principales multinacionales mundiales. La crisis ralentizó esta expansión vigorosa de la inversión exterior, aunque no la frenó. **Los flujos brutos emitidos han seguido creciendo a un ritmo apreciable,** no tan intenso como en los años anteriores, especialmente los bienes 1999-00 y 2006-07, pero anotando valores que no se alejaban mucho de los registrados en 2004 o 2005, situados **entre 30.000 y 40.000 millones de euros,** cifra que casualmente se sitúa bastante cerca de la capacidad de financiación anual de las sociedades no financieras españolas en los últimos dos años. Ahora bien, los flujos netos sí moderaron con intensidad su crecimiento, reduciéndose a la mitad de las cifras apuntadas, fruto de las desinversiones realizadas, esto es, del cierre de establecimientos o de la venta de participaciones accionariales en empresas localizadas, expresión inequívoca de las enormes dificultades económicas y de refinanciación de sus créditos que encontraron las empresas inversoras.

Con todo, España aumentó su intensidad inversora (el peso del stock de inversión directa sobre el PIB) más que los primeros países inversores, Reino Unido y Francia, alcanzando un porcentaje del 52%, que le mantiene en la tercera posición tras los dos países citados, por delante de Alemania e Italia. **En los nueve primeros meses de 2016 la inversión española bruta en el exterior fue de 20.976 millones de euros, lo que supone un descenso del 20% respecto al mismo periodo del año 2015,** puesto que la inversión entonces fue de 26.066 millones de euros.

En un mundo global, el ser una economía atractiva para la inversión extranjera puede ayudar mucho a elevar el crecimiento del PIB y servir de complemento perfecto de la inversión nacional. Aún más importancia adquiere la inversión extranjera directa si el sector privado atraviesa por una crisis de balances y una falta de demanda agregada (como la denomina Richard Koo, recordando que en Japón tardó décadas en corregirse), al intentar empresas y familias simultáneamente devolver su deuda y, el Estado, está sometido a una restricción fiscal importante debido al elevado déficit y deuda públicos. Es necesario, en este caso, que la inversión venga de fuera. El esfuerzo de desapalancamiento de empresas no financieras y familias españolas hasta el 167% del PIB en 2016 desde el 220%



La victoria de Trump podría ayudar a rebajar la probabilidad de que se consolide un escenario de estancamiento secular.

antes de la crisis y su impacto en la economía no es, por tanto, baladí, y sirve para comprender la importancia para la economía española de seguir atrayendo inversión extranjera.

Durante el primer trimestre de 2016, y a pesar de tener un gobierno en funciones y un notable riesgo de inestabilidad política, las inversiones directas extranjeras hacia España aumentaron un 15% en términos interanuales. Y el conjunto de las inversiones (de las que aproximadamente algo más de un 90% se deben al inversor nacional) subió un 5,2% en términos reales frente al mismo periodo del año anterior. Más concretamente, las inversiones de bienes de equipo, muy sensibles a la percepción sobre demanda futura, subieron un 9,8% en la comparativa interanual.

Si bien es cierto que los datos anteriores se suavizaron conforme avanzó el año, permiten mostrar **la confianza inversora en la economía española incluso en una situación abiertamente incierta desde el punto de vista político**. En el plano económico, la confianza mostrada por los inversores internacionales hacia la economía española se fundamenta en la disponibilidad de financiación por parte de las empresas, en gran parte por la intervención del BCE, de manera que las empresas pueden aprovechar las oportunidades encontradas de inversión. A ello hay que añadir la recuperación sostenida de la demanda interna debido a la fuerte creación de empleo y la incipiente recuperación salarial, que unida a precios en negativo en 2016, aumentó la capacidad de consumir de las familias. Y a mayor capacidad de demandar bienes, las empresas reaccionan produciendo más, para lo que es necesario invertir. Por último, España se ha convertido desde hace unos años en una economía ultra competitiva, con unos costes laborales por hora trabajada que representan el 75% del promedio de la zona euro, mientras que los diferenciales de productividad por hora trabajada son exigüos.

La victoria de Donald Trump podría ayudar a rebajar la probabilidad de que se consolide un escenario de estancamiento secular. En efecto, Donald Trump ha prometido hacer fundamentalmente tres cosas: una política fiscal expansiva, proteccionismo comercial y mayor control de la inmigración. Y, si esos tres tipos de políticas tienen algo en común es que son inflacionistas (y quizás, incluso significativamente inflacionistas, en un contexto de pleno empleo como en el que se encuentra la economía americana).

Además, **el acuerdo de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) supondrá un cierto impulso al precio del crudo y eso va a suponer una presión inflacionista añadida en los próximos meses.** Después de un periodo de dos años en que el crudo ha sesgado a la

baja los precios, van a entrar ahora en un periodo en que va a suceder exactamente lo contrario.

Así las cosas, no sería extraño poder observar tasas de inflación por encima del 2,5% en EEUU a comienzos de 2017 y en el entorno del 1,5% en la zona euro durante la primera mitad de 2017. **Y estas mayores tasas de inflación, de la mano de las mayores expectativas de inflación implícitas por las políticas económicas esperadas podrían desempeñar un papel fundamental, de materializarse, en el decisivo paso hacia una menor carga de la deuda (aún excesiva) y hacia un ligero aumento de los tipos de interés reales** a largo plazo que denoten unas expectativas menos desfavorables sobre los niveles de actividad económica en las próximas décadas, **esto es, un futuro con mayor inflación y tipos de interés más elevados coherentes con un contexto de mayor dinamismo económico, mayor inversión, mayor crecimiento de la productividad e incremento del crecimiento potencial de las economías avanzadas.**

2 | Introducción.

La crisis de 2008-2009 mostró la fragilidad financiera del capitalismo, puso al desnudo la inestabilidad del sistema. A pesar de los rescates bancarios, la expansión monetaria sin precedentes o el aumento de la deuda pública, **el mundo sigue bajo la amenaza de una demanda agregada insuficiente para absorber la producción y sostener el pleno empleo.** La Organización Internacional del Trabajo estima que en 2017 el paro mundial llegará a los doscientos millones de personas, casi treinta millones por encima del nivel previo a la crisis.

El mundo atraviesa por una etapa económica enormemente singular, probablemente única en la historia de la economía mundial. Entre sus muchas dimensiones, tal vez la más visible sea la existencia de bajísimos tipos de interés, que están dando lugar a dilemas inéditos para los inversores, como es el de pagar porque les guarden sus ahorros. Se trata de los tipos de interés más bajos de la historia. Si bien existe un número limitado de precedentes de tipos cero o cercanos a cero en los instrumentos de corto plazo, no existe ninguno en los plazos medio y largo. Y mucho menos se encuentran precedentes de tipos de interés negativos, más allá de situaciones coyunturales muy esporádicas en algún mercado interbancario. **Tipos de interés que son negativos no sólo en los tipos de intervención de la política monetaria sino también en la deuda pública a medio y largo plazo, auténtico hito en la historia de las finanzas internacionales.**

Si pasamos del mundo nominal al real observamos que los tipos de interés negativos son también la norma. Tanto los bonos indexados

A lo largo de la pasada década, un porcentaje cada vez mayor de beneficios empresariales han tenido como destino la recompra de acciones o el pago de dividendos en lugar de ser reinvertidos en nueva capacidad productiva e innovación.



como los no indexados considerando las expectativas de inflación resultan negativos. Es cierto que los tipos de interés reales negativos expost no han sido infrecuentes en el pasado, tras la aparición de brotes inflacionistas, que se convertían en condición necesaria para que los tipos de interés reales cayesen por debajo de cero, pero lo que no parece haber es precedentes de tipos reales negativos en contextos de estabilidad monetaria.

Si bien es cierto que desde 2008, la mayoría de economías occidentales ha vuelto gradualmente a crecer, la recuperación ha sido la más lenta de los tiempos modernos. El PIB en Estados Unidos, Francia o Alemania no alcanzó los niveles pre-crisis hasta pasados tres años. Al Reino Unido le llevó cinco años y a la economía española le va a llevar diez años alcanzar el PIB de antes de la crisis, algo que tendrá lugar probablemente en el segundo trimestre de 2017. Además, **entre la mayoría de economías avanzadas, el desempleo ha permanecido por encima del nivel anterior a la crisis.** En los países que está por debajo del nivel de 2007 o ha estado cayendo desde el máximo observado en el pico de la crisis, los salarios reales han permanecido estancados.

Detrás de este débil crecimiento económico se encuentra un dramático colapso de la inversión privada. El peso de la inversión en el PIB empezó a caer con anterioridad a la crisis, caída que la crisis agudizó y ello pese los tipos de interés cercanos a cero por un extenso periodo de tiempo y casi sin precedentes históricos, a lo que se sumó las sucesivas rondas de flexibilización cuantitativa o *quantitative easing* a través de las cuales los bancos centrales han buscado aumentar la oferta monetaria y estimular la demanda. Si bien con poco éxito, dados los registros observados en las tasas de inflación de los países desarrollados.

El declive inversor por parte de las empresas también está relacionado con la financiación del sector corporativo. **A lo largo de la pasada década, un porcentaje cada vez mayor de beneficios empresariales han tenido como destino la recompra de acciones o el pago de dividendos en lugar de ser reinvertidos en nueva capacidad productiva e innovación.** Entre 2004 y 2013, el importe de la recompra de acciones por parte de las 500 empresas que lideran el ranking mundial por ingresos (Fortune 500) ascendió a 3,4 billones de dólares. En 2014, estas empresas repartieron dividendos por valor 885.000 millones de dólares, más que el importe de sus beneficios netos, que ascendieron a 847.000 millones de dólares. **La recompra de acciones por parte de la empresa implica, a menudo, una señal negativa sobre las expectativas futuras de la misma.** El mensaje implícito es que las empresas dejan de abordar una serie de proyectos

que ofrecen rendimientos interesantes, condicionando así los futuros beneficios empresariales.

La gran perdedora de la falta de inversión empresarial es la productividad, cuyo crecimiento ha sido débil en relación al promedio histórico reciente. En la década anterior a la crisis, el crecimiento de la productividad del trabajo se situó por debajo de la tendencia de largo plazo en casi todos los países del G7, y en algunos dando continuidad a una caída que dura ya treinta años. Desde la crisis financiera la productividad ha caído aún más en la mayoría de economías avanzadas, incluyendo los Estados Unidos, Japón, Francia y el Reino Unido. Al mismo tiempo parece existir cierta evidencia de que las tasas de innovación que mejoran la productividad también se han ralentizado. Y todo ello llevó a muchos economistas a preguntarse si el capitalismo occidental no ha entrado en un periodo de *secular stagnation* o estancamiento secular, en el cual una debilidad estructural de la inversión y de la demanda impide que tipos de interés positivos logren situar a la economía en el pleno empleo. Y aunque esta posibilidad no debería considerarse algo inevitable, sí que es cierto que refleja una preocupación muy extendida de bajo crecimiento y alta inestabilidad para la economía mundial durante los próximos años, sobre todo si tenemos en cuenta la desaceleración en el crecimiento de la población activa en las economías avanzadas y su gran implicación: **la productividad será la única fuente de crecimiento del PIB potencial en los próximos años.**

Parafraseando a Tolstoi, y sus todas las familias son felices de la misma manera pero cada familia es infeliz a su manera, las economías que no funcionan bien muestran síntomas y desequilibrios específicos, si bien el objetivo del presente informe es intentar centrarse en las fuerzas comunes a todas o a la mayoría de ellas, particularizando el análisis sobre las economías avanzadas.

La tendencia secular a la baja de los tipos de interés reales, sus posibles causas y sus implicaciones para la toma de decisiones de empresarios y familias centran el primer apartado del presente documento. La presencia de tipos de interés reales inferiores a cero, aunque menos llamativa que la de los nominales, es al menos igual de relevante en términos económicos y supone, en principio, una rareza, un comportamiento anómalo sobre el pensamiento económico tradicional. No en vano, los tipos reales resultan de preferencias intertemporales que se supone siempre dan prioridad al presente frente al futuro, bajo la premisa convencional de que existía una “prima por esperar” cuyo resultado eran los tipos de interés reales positivos. La idea de “neutralidad intertemporal” (tipo de interés real cero, igual deseabilidad del consumo presente y futuro) y todavía más

la de una “preferencia por el futuro” (tipo de interés real negativo), parecía difícilmente concebible dado el amplio catálogo de riesgos macroeconómicos, políticos o vitales que pueden condicionar la recuperación de lo invertido.

Se trata, por tanto, de una coyuntura financiera inédita en la historia económica mundial, que pone patas arriba varios principios evidentes para cualquier economista hasta la fecha. **Los bajísimos tipos de interés a medio y largo plazo (reflejo aproximado de los tipos a corto descontados a futuro) denotan unas expectativas muy desfavorables sobre los niveles de actividad económica en las próximas décadas:** un futuro con mínima inflación y tipos de intervención monetaria cero o cercanos a cero, difícilmente explicables si no es por un contexto caracterizado por una atonía económica casi permanente.

A continuación, se analiza la tendencia observada de debilidad de la demanda de inversión en las economías avanzadas, elemento crucial que afecta a la productividad y al crecimiento potencial. **Los elevados beneficios empresariales observados recientemente en la mayoría de países, junto con las condiciones privilegiadas de acceso a la financiación y los bajísimos tipos de interés hacen muy difícil comprender y justificar la debilidad de la demanda de inversión empresarial observada en los últimos años,** si bien tampoco se pueden perder de vista los problemas de medición a los que se enfrentan los activos intangibles en las cuentas nacionales, las cuales podrían estar omitiendo una parte, probablemente considerable, de la inversión en intangibles como el capital organizativo o el valor de las marcas.

Seguidamente, profundizamos brevemente en la evolución seguida por este agregado macroeconómico en la zona euro, insistiendo en las particularidades que caracterizan a la Unión Económica y Monetaria (UEM), que no han hecho sino dificultar la recuperación de la inversión y alejarla de la tendencia prevista y sobre la cual sí se situaron otras economías avanzadas.

Un breve repaso a la evolución seguida por la inversión de la economía española y la de sus distintos componentes conforman el punto sexto del presente trabajo, para finalizar haciendo un repaso al papel jugado por la política económica, y cómo el escenario podría cambiar sustancialmente tras las medidas anunciadas por el nuevo gobierno al frente de la primera potencia económica del mundo. **Donald Trump y su política económica en el ámbito fiscal puede cambiar radicalmente el escenario,** lo que podría, paradójicamente, beneficiar a las dos regiones del mundo que sufren con mayor severidad un escenario parecido al del estancamiento secular: el área del euro y Japón, tal y como veremos en la parte final del presente informe.

3 | La caída secular del tipo de interés real.

La creciente integración comercial y financiera de las últimas décadas ha llevado a que los tipos de interés reales de cada economía estén cada vez más condicionados por los desarrollos internacionales. La progresiva apertura de las economías, con cada vez mayores flujos comerciales y financieros, ha permitido que las economías con necesidades de inversión no cubiertas por su ahorro interno puedan recurrir al exceso de ahorro de otros países, de forma que la financiación fluya hacia los países donde es más rentable, generando ganancias globales. De este modo, podemos definir un tipo de interés real mundial como aquel que iguala la oferta y la demanda de fondos prestables a escala global, estando la evolución de los tipos de interés, por tanto, cada vez más condicionada por factores comunes a todos los países que dependen del ahorro y de la inversión mundial.

La evidencia empírica muestra que los tipos de interés reales se han ido reduciendo progresivamente desde los años ochenta en la mayoría de economías avanzadas y emergentes, hasta situarse en niveles históricamente bajos. La persistencia de esta tendencia y su

profundización durante la crisis financiera global han llevado a plantear una serie de cuestiones muy relevantes en distintos ámbitos:

- ¿En qué medida el hecho de que el tipo de interés natural pueda estar en niveles muy bajos (incluso negativos) dificulta la tarea de la política monetaria para llevar el tipo de interés hacia ese nivel natural en el contexto actual de persistencia de bajas tasas de inflación? En principio, ello requeriría situar los tipos de interés nominales en valores significativamente negativos.
- ¿En qué medida la permanencia de tipos de interés en niveles excesivamente bajos durante periodos prolongados afecta negativamente sobre la estabilidad financiera?
- ¿En qué medida refleja esta situación una reducción sustancial del crecimiento potencial de la economía a escala global?

A pesar de la importancia del tipo de interés real para la toma de decisiones económicas, éste no es una variable directamente observable, por lo que a un determinado plazo se hace necesario aproximarlo a partir de la rentabilidad nominal de la deuda pública a ese plazo (considerada como el activo seguro de cada economía) menos las expectativas de inflación en ese mismo horizonte.

El gráfico 1 muestra la evolución del tipo de interés real medio (ponderado por el PIB) de la deuda pública a diez años de las principales economías en los últimos treinta y cinco años. En el gráfico se observa el continuo descenso del tipo de interés real desde niveles en torno al 5% a mitad de la década de los ochenta del siglo pasado, hasta situarse alrededor del 2% al comienzo de la crisis financiera para terminar aproximándose a cero en 2012.

Gráfico 1. Tipo de interés real en economías avanzadas en porcentaje

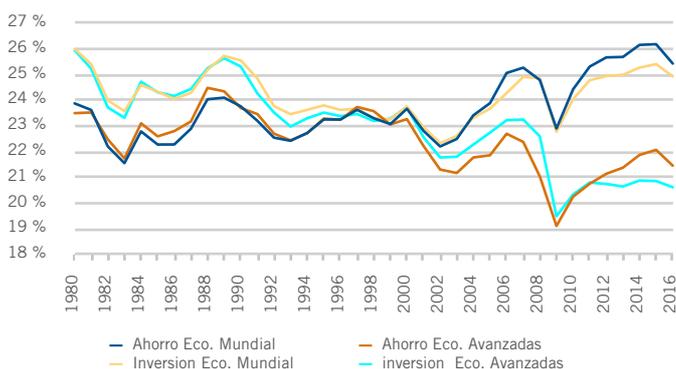


Fuente: Banco de España

Bajo el supuesto de que existe un elevado grado de integración financiera entre las principales economías del mundo, el tipo de interés real mundial se determinará por el equilibrio entre la oferta (ahorro) y la demanda (inversión) de fondos prestables a escala mundial. La oferta de fondos prestables es creciente con el tipo de interés, de modo que sus subidas conllevan aumentos del ahorro y reducciones del consumo mientras que la demanda de fondos disminuirá con el tipo de interés, de modo que ascensos del tipo de interés implican descensos de la inversión. Pues bien, según lo anterior, la caída de los tipos de interés reales se podría producir tanto por un desplazamiento de la curva de ahorro (los agentes desean ahorrar más a los tipos vigentes) como por un desplazamiento a la izquierda de la inversión mundial (los agentes prefieren invertir menos a los tipos vigentes) o por el efecto conjunto de ambos. Shocks positivos sobre el ahorro mundial llevan aparejados un descenso de los tipos de interés reales al que siguen aumentos del ahorro y de la inversión mundial. Por su parte, perturbaciones negativas sobre la inversión producirían disminuciones de los tipos de interés reales, al tiempo que el ahorro y la inversión mundiales se reducirían. **La combinación simultánea de un aumento de la propensión a ahorrar y**

de una disminución de la propensión a invertir generaría una caída de los tipos de interés reales y un efecto indeterminado sobre el ahorro y la inversión.

Gráfico 2. Ratios de ahorro e inversión respecto al PIB

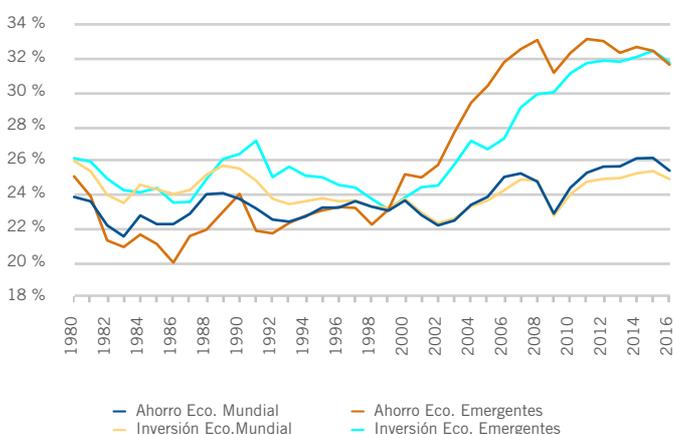


Fuente: FMI

Los gráficos 2 y 3 recogen la evolución de las tasas de ahorro y de inversión mundiales de las economías avanzadas y de las emergentes y sirve para poner de manifiesto los siguientes hechos estilizados:

- Una relativa estabilidad de las tasas de ahorro y de inversión mundiales desde los años ochenta, pese a la caída de los tipos de interés observada desde entonces, si bien desde finales de los noventa se aprecia una tendencia ligeramente creciente, solo interrumpida durante la crisis financiera global.
- En las economías avanzadas se observó una caída de las tasas de ahorro y de inversión desde el inicio del siglo, que se acentúa tras la crisis financiera global. Desde entonces ha habido una ligera recuperación, hasta tasas cercanas al 21% en la actualidad.
- En sentido contrario, las tasas de ahorro y de inversión de las economías emergentes experimentaron un crecimiento sustancial desde finales de la década de los noventa, tras haber sufrido algunas crisis regionales de importancia, en paralelo a la intensificación del proceso de globalización y de mayor integración financiera. Tras la crisis, estas ratios se han estabilizado pero siguen estando por encima del 30%. Como se puede observar, el incremento del ahorro de las economías emergentes fue muy superior al de la inversión, proporcionando estas economías financiación neta al resto del mundo.

Gráfico 3. Ahorro e inversión en relación al PIB



Fuente: FMI

Los determinantes del tipo de interés real son múltiples. Entre los factores que explican la evolución del ahorro podemos distinguir los que están vinculados a factores estructurales y los relacionados con las

políticas económicas. Entre los primeros, la teoría económica ha destacado el nivel y el crecimiento de la renta, la demografía y la incertidumbre, que lleva a ahorrar por motivos precautorios. Entre los segundos, las políticas económicas también pueden condicionar la evolución del ahorro. Es lo que ocurre con la desigualdad o el nivel de desarrollo financiero (muy ligado a la regulación), las características del estado de bienestar o la política fiscal.

Entre los factores determinantes de la inversión, destaca el precio relativo de los bienes de capital, la estructura productiva, la estructura demográfica, la incertidumbre sobre las rentas futuras, el grado de desarrollo financiero y el grado de avance en el proceso de urbanización. Pero las políticas también pueden, en este caso, jugar un papel destacado. Así, la inversión pública y el desarrollo de infraestructuras de forma más directa y la creación de un marco que favorezca la rentabilidad de la inversión privada de forma más indirecta. A lo anterior habría que añadir el riesgo relativo de los distintos tipos de activos financieros, pues el riesgo incide en la rentabilidad del activo seguro así como la propia política monetaria que, a través de las expectativas de inflación o de la curva de tipos, afecta a los tipos de interés reales de largo plazo, aunque las potenciales desviaciones sean transitorias.

Por lo tanto, aumentos de la propensión a ahorrar, que conllevaría un desplazamiento a la derecha de la oferta de fondos prestables, que coinciden en el tiempo con disminuciones de la propensión a invertir, lo que desplazaría a la izquierda la demanda de fondos, tendría como resultado un menor tipo de interés real de la economía mundial.

Si embargo, existen otras explicaciones plausibles. Así, si la oferta de fondos, esto es, el ahorro, fuera muy poco sensible a los movimientos en el tipo de interés, una reducción de la propensión a invertir daría lugar a una caída en el tipo de interés, sin efectos sobre las cantidades intercambiadas. Análogamente, **si la inversión fuera insensible a los tipos de interés (como es muy probable que haya sucedido tras la crisis financiera global), un aumento de la propensión al ahorro provocaría una disminución del tipo real, sin que se alterasen el ahorro y la inversión de equilibrio.**

Si se aborda el análisis con un poco de perspectiva histórica, debemos considerar cambios importantes observados que han podido condicionar la evolución de los tipos de interés. En las dos décadas finales del siglo pasado, las economías avanzadas desempeñaron un papel central en la evolución del ahorro y de la inversión mundial. Ello daría paso a una creciente relevancia de las economías emergentes en la primera década del siglo XXI y hasta la crisis financiera global de 2008. Como señaló Ben Bernanke, expresidente de la Reserva Federal, la principal reducción detrás del tipo de interés real en este periodo fue "el exceso de ahorro" de las economías emergentes, especialmente observado en China y en los países exportadores de petróleo. Ello coincidió con la política china de mantener débil el renminbi y evitar así presiones para su apreciación, con el fin de impulsar las exportaciones y el crecimiento externo. Ello favoreció la generación de superávits por cuenta corriente muy elevados. El desarrollo de esta estrategia requirió de limitaciones a los movimientos de capitales, restringiendo el desarrollo financiero y propiciando una enorme acumulación de reservas internacionales, logrando de este modo una mayor protección ante posibles crisis cambiarias o financieras futuras, tras los desafortunados episodios en el sudeste asiático de finales de los años noventa.

Además, **el impacto de la crisis financiera global ha condicionado y presionado a la baja los tipos de interés reales.** Por un lado, las políticas monetarias no convencionales se han orientado a reducir los tipos de interés a largo plazo, dado el escaso margen de actuación en los tipos a corto. Además, las compras de bonos soberanos por parte de los principales bancos centrales han tenido un efecto composición sobre la cartera de los inversores, reduciendo la rentabilidad de los

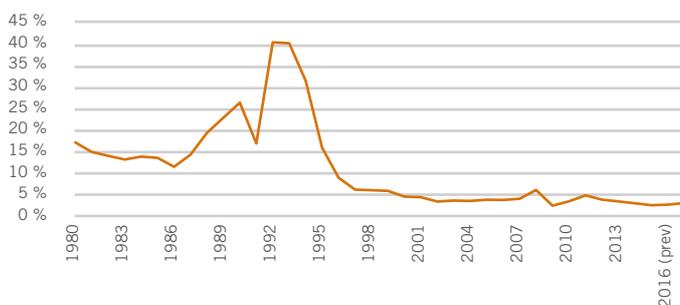
activos seguros e incrementando la prima de los activos con riesgo. Por otro lado, las crisis financieras tienden a contraer la propensión a invertir, como resultado principalmente de la restricción del crédito y de unas perspectivas más inciertas. Paralelamente, la crisis también provocó un aumento de la propensión a ahorrar del sector privado por motivo precaución, tanto por el deterioro de las expectativas de renta y la mayor incertidumbre como por el ahorro privado vinculado a recortes en las pensiones y en el Estado del Bienestar. En el ámbito empresarial, la caída de los precios de los activos tras la crisis obligó a los agentes privados a aumentar su tasa de ahorro para reducir los desajustes en sus balances y aumentar su capacidad de autofinanciación, ante la escasez de crédito.

Por otra parte, **los efectos del envejecimiento de la población sobre las variables económicas son muy poderosos.** La evidencia empírica disponible concluye que las variaciones en la estructura por edades de la población tienen efecto sobre todas las variables macroeconómicas determinantes, y que la retroalimentación de dichos efectos con la demografía da lugar a que el impacto sea todavía mayor en el largo plazo que en el corto plazo. Más concretamente, **cuanto mayores sean los grupos de población de edades distintas a las correspondientes a la vida laboral, menores son las tasas de innovación y de crecimiento económico y más reducidos son los tipos de interés reales y los rendimientos de los activos financieros.** Y, de esto se deduce que cuánto inferiores sean las tasas de crecimiento más probable será que la economía entre en una situación de estancamiento que amplifique los efectos negativos del envejecimiento de la población.

En relación con el mercado de trabajo, la innovación y el ahorro, **un menor crecimiento de la población en edad de trabajar se traduce en un menor crecimiento potencial del empleo, una vez que se reduzca la tasa de paro a su nivel de equilibrio.** Y un menor crecimiento potencial del empleo supone también un menor crecimiento potencial del PIB. Además, si una menor población en edad de trabajar se traduce en una menor tasa de crecimiento de la innovación, **el crecimiento de la productividad también será más reducido en el largo plazo.** Lo anterior es sinónimo no sólo de menores tasas de crecimiento del PIB sino también de menores tasas de crecimiento de la renta per cápita. Y, por supuesto, con menores tasas de crecimiento del PIB, la deuda, tanto pública como privada, será mayor en términos relativos, por lo que será necesario ahorrar más. De igual modo que será obligatorio ahorrar más, dado que las transferencias intergeneracionales que ahora se utilizan para financiar las pensiones se reducirán ya que habrá mucha menos gente ocupada en relación con la que habrá jubilada.

En relación con la inversión, al haber menos gente ocupada, al reducirse la población en edad de trabajar, la inversión en bienes de capital descenderá, de manera que los fondos requeridos para invertir podrían ser considerablemente inferiores.

Gráfico 4. Inflación mundial (media precios al consumo)



Fuente: FMI

De esta forma, con más ahorro y menos inversión, los tipos de interés y los rendimientos del capital serían más reducidos. Y, dependiendo de cuánto disminuyan, pueden acentuarse tensiones deflacionarias de

difícil solución que impedirían incluso alcanzar el reducido crecimiento potencial que se anticipa. El gráfico 4 muestra el enormemente reducido nivel de crecimiento de los precios mundiales en los últimos años en perspectiva.

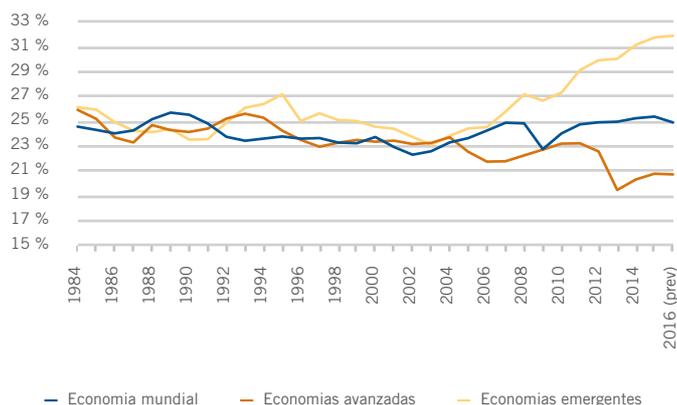
4 | La manifiesta debilidad de la inversión empresarial en el mundo desarrollado.

4.1. Hechos estilizados.

La inversión privada no residencial, también llamada inversión empresarial, es el componente más importante de la formación bruta de capital fijo, tanto por su tamaño como por su relevancia en la acumulación de capital y, por ello, en el crecimiento económico a medio y largo plazo.

Si nos fijamos primero en la inversión total, el gráfico 5 muestra la evolución de la inversión medida en porcentaje del PIB y como ésta se mantuvo estable en el conjunto de las economías desarrolladas y emergentes hasta finales de los años noventa. Ahora bien, desde ese momento **se observa un comportamiento muy diferente entre la inversión en las economías emergentes, donde registró un progresivo aumento, y las economías avanzadas, donde comenzó a mostrar cierta debilidad.**

Gráfico 5. Ratio Inversión sobre PIB



Fuente: FMI

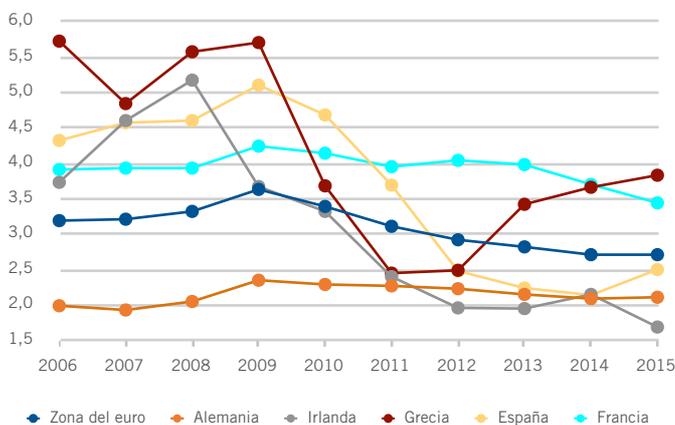
Estas diferencias se acentuaron durante la fase más aguda de la crisis financiera internacional. Así, en 2008 y 2009 la inversión disminuyó fuertemente en las economías desarrolladas, lo que produjo una caída de este agregado a escala mundial de en torno a 4 puntos porcentuales del PIB. Tras una ligera recuperación durante 2010 y 2011, este indicador se ha mantenido estable en porcentaje del PIB, pero en ratios inferiores en alrededor de dos puntos porcentuales a las observadas antes de la crisis. **Mientras tanto, en las economías emergentes, la inversión como porcentaje del PIB registró un fuerte incremento desde el año 2000 hasta el 2011, momento a partir del cual se ha mantenido estable en sus niveles máximos históricos. La evolución de esta ratio en el caso de las economías emergentes está muy condicionada por los fuertes ratios de inversión observados en la economía china.**

Es evidente que una gran parte de la intensidad de la caída de la inversión durante la Gran Recesión y de las importantes diferencias que se observan por países se encuentra relacionada con el comportamiento de la inversión residencial, ya que este tipo de inversión, que supone algo más del 20% de la inversión total de las economías avanzadas, fue la que registró el retroceso más importante, especialmente en los países que experimentaron burbujas inmobiliarias antes de la crisis financiera, como fue el caso de España, y la que se encuentra aún en 2016 más alejada de su valor previo a la crisis.



La inversión pública, por su parte, se sitúa ligeramente por encima del 15% de la inversión total para las economías desarrolladas en la década previa a la crisis y aumentó inicialmente en aquellos países que llevaron a cabo programas de estímulo fiscal en respuesta a la crisis, como fue el caso español, para posteriormente reducirse, al proceder con carácter generalizado a la consolidación presupuestaria. No obstante, al comparar su nivel actual con el previo a la crisis se aprecia que es el componente de la inversión que mostró una menor disminución, excepción hecha de los países de la zona euro que en los años recientes han llevado a cabo intensos procesos de consolidación presupuestaria, como es el caso, de nuevo, de la economía española.

Gráfico 6. Evolución peso de la inversión pública sobre el PIB en porcentaje

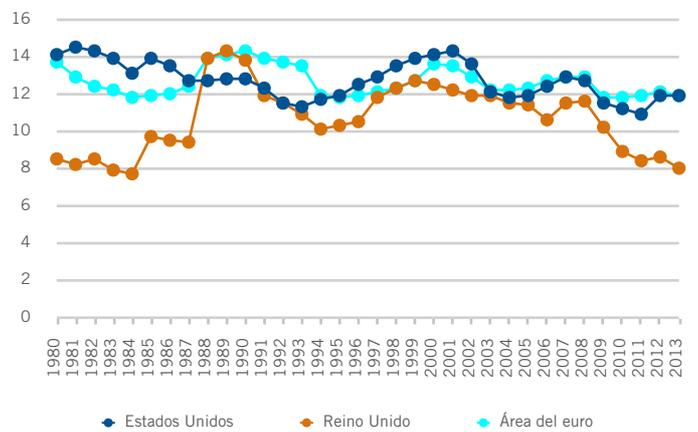


Fuente: Eurostat

En efecto, y en relación a la economía del área del euro, tal y como muestra el gráfico 6, **la ratio inversión pública sobre PIB mantiene una pronunciada tendencia a la baja desde el inicio de la crisis**. Si en 2009 la inversión pública de los países miembros de la zona euro representaba un 3,6% del PIB dicho porcentaje fue descendiendo hasta estabilizarse en 2014-2015 alrededor del 2,7%. Ello representa un punto del PIB de la zona euro, en torno a 140.000 millones de euros. A ello hay que añadir que dicho descenso de la ratio se produce en un marco de caída del PIB, especialmente severo en los países del sur de Europa, de modo que para que la ratio disminuya ha tenido lugar una caída de la inversión pública superior a la caída observada en el PIB.

Volviendo al foco de interés principal dentro de la formación bruta de capital fijo de las economías avanzadas, la inversión privada no residencial o inversión empresarial, esta representa un porcentaje próximo al 60%. En términos del PIB, dicho agregado puede situarse algo por encima del 10% antes de la crisis, tras registrar un progresivo descenso en la década anterior, explicada por el componente maquinaria y bienes de equipo. La caída de este componente de la inversión empresarial, como se puede observar en el gráfico 7, fue muy intensa, superior a la de crisis precedentes (llegó a alcanzar el 20% para el agregado), y solamente volvió a recuperar el nivel previo a la crisis más de seis años después.

Gráfico 7. Peso en porcentaje de la Inversión no residencial privada sobre el PIB



Fuente: OCDE

Ahora bien, detrás de esa caída de la inversión empresarial se esconde una gran heterogeneidad por países. En países como Estados Unidos, Canadá o Reino Unido, disminuyó en torno al 20%, pero ya se sitúa claramente por encima de su nivel previo a la crisis. En Japón la caída fue similar, pero la inversión empresarial todavía se sitúa por debajo de su nivel previo a la crisis. **La zona euro, a pesar de haber registrado una disminución algo menor en la Gran Recesión, presenta la menor recuperación posterior, atribuible fundamentalmente a los países que sufrieron con la mayor intensidad el impacto de la crisis**. Los países del núcleo de la zona euro muestran una evolución más favorable. De hecho, la recuperación de la inversión en la zona euro seguía una evolución similar a la de Estados Unidos y Reino Unido hasta 2011, cuando se produjo la crisis de deuda soberana.



A continuación, desglosamos algunos factores estructurales y otros más coyunturales responsables, en parte, de la debilidad observada en la inversión empresarial.

4.2. Factores de naturaleza estructural.

En varias economías avanzadas se ha observado desde finales de los años ochenta del siglo pasado un descenso progresivo de la tasa de inversión productiva y del crecimiento del stock de capital productivo, que podría indicar la necesidad de considerar otros factores de naturaleza estructural para ver con cierta perspectiva la caída en la inversión empresarial más reciente. Entre ellos podemos destacar:

a. Reducción del precio relativo de los bienes de capital.

La caída que se observa desde los años 80 en el precio relativo de los bienes de capital ha tendido a deprimir la ratio de inversión sobre el PIB en términos nominales.

b. Los cambios en la estructura productiva.

Las economías de las sociedades avanzadas se han caracterizado en los últimos años por una pérdida de peso del sector industrial en favor de una mayor participación de los servicios financieros y a empresas. Dado que el esfuerzo inversor (medido por la ratio inversión sobre valor añadido) de las ramas industriales, en general, supera al de estos servicios, el desplazamiento de la actividad hacia estas últimas ha podido originar una disminución de la tasa media de la inversión en la economía.

c. El impulso que los desarrollos tecnológicos en el terreno de la información y la comunicación han dado a los activos intangibles.

Además, el proceso de “terciarización” vivido por las economías desarrolladas junto al proceso de cambio tecnológico experimentado en las décadas recientes, bien podría también haber tenido implicaciones sobre el tipo de bienes de capital en los que invierten las empresas. Sabemos que los avances tecnológicos y la trascendencia creciente de los servicios empresariales y financieros tienden a impulsar la inversión en activos inmateriales o intangibles, ligados a la creación y el conocimiento.

Los activos intangibles se pueden clasificar en tres grandes categorías:

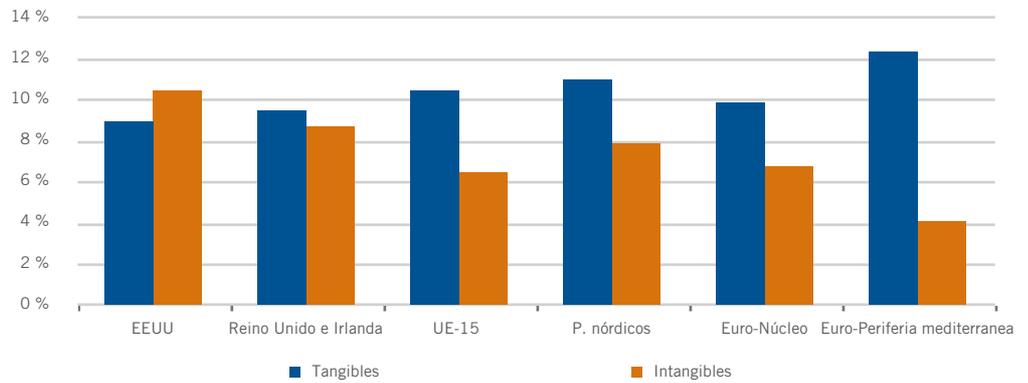
- ◆ Software informático y bases de datos.
- ◆ Investigación y desarrollo u otras actividades que pueden derivar en derechos de propiedad de carácter científico o artístico.
- ◆ Competencias económicas, como la mejora de la formación de los empleados y de la estructura organizativa o el desarrollo de una reputación a través de las marcas.

Este proceso es muy importante a la hora de interpretar la evolución de la inversión empresarial, dado que el concepto de inversión que utiliza la Contabilidad Nacional no incorpora una gran parte de estos activos. Hasta recientemente, de las tres grandes categorías de este tipo de activos, en las cuentas nacionales únicamente se consideraba como inversión la adquisición de software informático, si bien el nuevo sistema de cuentas ESA-2010 también ha incorporado los gastos en investigación y desarrollo. En cualquier caso, no está claro si este tipo de activos ha tendido a desplazar a la inversión más tradicional o si existe cierta complementariedad con la inversión en activos materiales, al favorecer ganancias de eficiencia.

La acumulación de estos activos tiene, por otra parte, otro tipo de singularidades, debido a sus propias características, que los hace, por un lado, menos proclives a ser utilizados como colateral, a la vez que acrecienta los problemas de información asimétrica para obtener financiación, en comparación con los activos materiales. Por todo ello, esta inversión se relaciona con el aumento en la liquidez de las empresas no financieras que ha tenido lugar durante la crisis en varias economías, como en el caso de Estados Unidos o de la economía española.

La situación económica actual puede ser indicativa de un reducido nivel de ventas presente y futuro, lo que llevaría a las empresas a posponer sus inversiones en nuevo capital.

Gráfico 8. Peso en el PIB de la inversión en activos intangibles



Fuente: OCDE y estimaciones de Corrado (2012)

Existen notables diferencias por países respecto a la importancia relativa de la inversión en intangibles. Como muestra el gráfico 8, en los países de la eurozona, la tasa de inversión en este tipo de activos es menor que en otras economías de la Unión Europea, como los países nórdicos o el Reino Unido. En Estados Unidos, la inversión en activos inmateriales habría superado incluso a la inversión tradicional en activos materiales. Durante la Gran Recesión, la inversión en activos intangibles ha mostrado gran solidez en la mayoría de las economías desarrolladas y, en un gran número de ellas, la ratio sobre el PIB de los activos incluidos en las cuentas nacionales siguió aumentando, aunque a un ritmo menor que en los años anteriores. Por lo tanto, se podría asumir que si se incorporaran el resto de activos intangibles a la formación bruta de capital fijo en las estadísticas ello daría lugar probablemente a una caída de la inversión más suave durante la crisis, tal y como apuntan las nuevas estimaciones contables de inversión empresarial que incorporan parte de dichos activos.

d. El proceso de globalización y la reorientación de la actividad y de los flujos de capital hacia las economías emergentes.

La integración de un buen número de países emergentes en la economía mundial y la creciente internacionalización de las empresas se vieron impulsadas por hitos históricos como la caída del muro de Berlín y el acceso a la economía mundial de los países de antigua influencia soviética, por la liberalización de los movimientos de capital en diversas regiones, por varios acuerdos de comercio o integración económica y monetaria (creación moneda única, ampliación Unión Europea, incorporación de China a la Organización Mundial de Comercio y su integración en el comercio mundial) y por los desarrollos tecnológicos, fundamentalmente aquellos relacionados con el área de las redes de comunicación.

Todo ello ha repercutido en el impulso creciente experimentado por las cadenas de producción a escala global, así como en el incremento del comercio de servicios transfronterizos. **El resultado de ese proceso de globalización de todas las actividades económicas ha sido la localización de una proporción creciente de la producción y la inversión mundial en economías emergentes**, con mercados en expansión y costes más bajos. La evolución de los flujos de capital en forma de inversión directa refleja este desplazamiento, que muestra como las entradas de capital en países emergentes han crecido de forma continua desde 2008, mientras que **los flujos dirigidos a economías avanzadas se han reducido desde el inicio de la crisis, sobre todo las dirigidas a la zona euro.**

El tipo de integración que caracteriza la actividad de la empresa multinacional determina el impacto de la inversión exterior sobre la inversión nacional. Si la empresa se caracteriza por una integración vertical de su actividad, esto es, fragmentada en etapas del proceso productivo distribuidas en distintas localizaciones geográficas, las relaciones de complementariedad entre la inversión en el extranjero y la inversión en la economía nacional serán las que predominen, como parecen indicar los datos para Estados Unidos. Mientras que si la empresa multinacional se caracteriza por un proceso de integración horizontal (utilización de bienes intermedios en múltiples plantas de características similares), la decisión de inversión en mercados exteriores implica una mayor probabilidad de que tenga lugar una sustitución de la opción de servir esos mercados mediante la exportación, estrategia que parece describir mejor el caso de las empresas multinacionales japonesas, cuya expansión internacional parece responder en mayor medida a un menor coste relativo de la producción en el extranjero. La evidencia también apunta en este sentido en el caso británico, sustituyéndose inversiones domésticas por inversiones en Europa, alentadas por una rentabilidad de las empresas manufactureras británicas en el exterior superior a la obtenida en las islas en la última década, algo que no sucede para las inversiones que han tenido como destino el sector servicios. Por el contrario, **el caso alemán vuelve a mostrar una gran complementariedad entre las inversiones realizadas en Alemania y aquellas fundamentalmente dirigidas a Europa Central y Oriental**, dado el carácter profundamente vertical de la integración abordada por parte de las multinacionales alemanas.



4.3. Determinantes de la inversión empresarial y significativa debilidad en el periodo reciente.

A las tendencias de largo plazo recogidas anteriormente se suma **la reciente debilidad mostrada por la inversión empresarial**. Resulta de interés analizar hasta qué punto este reducido dinamismo puede estar reflejando el moderado avance mostrado por la demanda en las principales economías avanzadas en los últimos años o si, por el contrario, otros factores desempeñan un rol significativo. Entre estos factores destacan algunos específicos a la Gran Recesión, como el aumento de la incertidumbre o el deterioro de las condiciones de financiación de las empresas.

Entre las teorías que abordan los determinantes principales de la inversión empresarial se encuentran el modelo del acelerador de la inversión y el modelo neoclásico. En estas teorías, la actividad económica constituye el determinante fundamental de la inversión empresarial, en la medida en que **la situación económica actual puede ser indicativa de un reducido nivel de ventas presente y futuro, lo que llevaría a las empresas a posponer sus inversiones en nuevo capital**.

Más concretamente, el modelo del acelerador parte del supuesto de que las empresas ajustan su stock de capital de forma gradual hasta alcanzar un nivel proporcional a su producción, lo que hace que la inversión responda positivamente ante variaciones en la producción corriente y pasada. Este modelo proporciona una elasticidad histórica de la inversión a la actividad económica, que permite evaluar si el comportamiento reciente de dicha variable se habría desviado del observado en promedio. A partir de los resultados de aplicar este modelo y su comparación con los datos realmente observados en la realidad de los últimos años, **se puede concluir que la contracción de la inversión empresarial durante la primera parte de la Gran Recesión fue más intensa que la que se derivaría de su relación histórica con la producción**. Así, habría sido necesaria una mayor respuesta a corto plazo de la actividad para replicar la profundidad y severidad de la recesión tanto Estados Unidos como en la Zona euro y el Reino Unido.

Por el contrario, siguiendo un modelo neoclásico de inversión, existiría una relación de largo plazo entre, por un lado, la inversión y, por otro, su coste de uso y la actividad económica. El coste de uso del capital se define como el producto de la evolución del tipo de interés real esperado a largo plazo, descontando la depreciación del capital, y del precio relativo de la inversión a la producción, variable esta última que trata de capturar el efecto de las mejoras tecnológicas incorporadas específicamente en el capital. El coste de uso se suele incluir en términos relativos al coste del factor trabajo, medido por los salarios reales. En la mayoría de economías avanzadas el coste de uso del capital en términos relativos al del trabajo moderó su retroceso histórico a partir de comienzos de la década pasada hasta prácticamente estabilizarse debido, en gran parte, a una moderación progresiva del crecimiento de los salarios reales. De este modo, la

moderación progresiva en el crecimiento de los costes laborales ha podido ser la razón que explique, en parte, el frenazo en el proceso de sustitución de trabajo por capital en las economías avanzadas a partir de ese momento, sirviendo también así a explicar un menor dinamismo observado en la inversión.

A las teorías tradicionales anteriores debemos añadir la teoría del acelerador financiero, propuesta por Ben Bernanke, que demuestra que las restricciones de carácter financiero tienden a amplificar el impacto del ciclo económico sobre la inversión. Según esta teoría, una caída en la actividad, que se refleja en menores ventas, puede dificultar la posición financiera de las empresas y el cumplimiento de sus obligaciones financieras, así como su capacidad para lograr nueva financiación para expandir la inversión.

Además, el alto nivel de incertidumbre sobre las perspectivas futuras, que ha caracterizado la situación de las economías avanzadas durante la Gran Recesión, y en el caso del área del euro hasta finales de 2013, también puede haber contribuido a deprimir la inversión. Así, el carácter irreversible de los gastos en capital puede llevar a las empresas a posponer sus decisiones de inversión hasta que la incertidumbre disminuya, mientras que las mayores primas de riesgo suben el coste de financiación.

Por último, y en la línea apuntada por el economista británico Andrew Haldane, **la visión cortoplacista que domina el mundo empresarial influye en la demanda de inversión por parte de las empresas**. La tendencia a mayores repartos de dividendos y recompra de acciones, el peso sustancialmente mayor de inmovilizado ponderado tanto por beneficios como por ventas de las empresas no cotizadas frente a las cotizadas (que tienen obligación de remunerar a sus accionistas) y la exigencia de una excesivamente alta tasa de descuento son todos indicadores de la impaciencia existente dentro del mundo corporativo, que también condiciona el número de proyectos y el montante final de inversión que finalmente ven la luz.

5 | Área del euro: insuficiente crecimiento, diseño incompleto y mayor necesidad de inversión en aras a la convergencia real.

En 2016 el PIB de la zona euro creció un 1,7%, por encima de su crecimiento potencial, y una décima por encima de la economía de Estados Unidos, algo inédito en la historia económica reciente. **Que la economía consolide tasas de crecimiento moderadas de entre el 1,5% y el 2% es clave para el futuro de Europa**. Tras la Gran Recesión, mientras la Zona Euro fracase en expandir la prosperidad por sus pueblos, ciudades y regiones, ésta será vulnerable a shocks políticos y



económicos. No obstante, a pesar del Brexit o del “no” en el referéndum italiano (dos acontecimientos políticos que muestran cómo los ciudadanos europeos le vuelven la espalda al proyecto europeo) el panorama parece estar mejorando. El PIB real de la eurozona creció un 6% acumulado entre el primer trimestre de 2013 y el tercer trimestre de 2016. **El paro cayó desde el pico del 12,1% de junio de 2013 hasta el 9,6% con el que cerró 2016. Y ello implica que el crecimiento se mantiene por encima del potencial.**

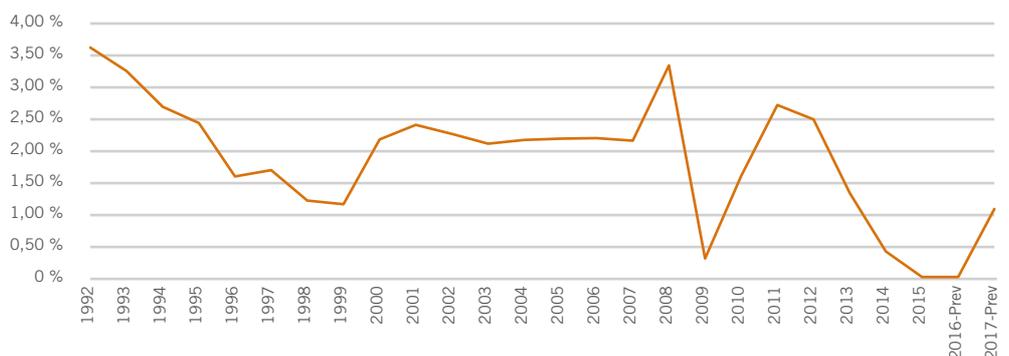
Sin embargo, esta notable mejora sobre los años de recesión no compensa el daño causado por la crisis financiera de 2008 y la crisis de la eurozona de 2010-12. En el tercer trimestre de 2016, el PIB real de la eurozona era un escaso 1,8% superior al del primer trimestre de 2008. Sorprendentemente, la demanda interna real era un 1,1% más baja en el segundo trimestre de 2016 que en el primer trimestre de 2008. Y esta debilidad extrema de la demanda no debería, probablemente, haber tenido lugar y representa un enorme fracaso de la política económica.

Desde el prisma más teórico, un país o una región económica que no dispone de un instrumento esencial de política económica (especialmente cuando la economía se sitúa en el límite inferior de cero *–zero lower bound–*) como la política fiscal no cuenta con las herramientas necesarias para poder afrontar el bajo crecimiento económico o el estancamiento secular. **La política monetaria sola no puede sacar a la economía de su enredo de bajo crecimiento y baja inflación.**

En efecto, tras la integración monetaria, la política fiscal siguió siendo nacional, mientras que la autoridad monetaria se transfirió al BCE. Al abandonar el control sobre la emisión de sus monedas, los distintos gobiernos europeos se convirtieron en usuarios (y ya no emisores) de una moneda sin Estado. Esto es, desde que entran a formar parte de la moneda única, no pueden emitir moneda para pagar sus cuentas, y de ese modo se ven obligados a tomar prestado al ritmo y en los términos que establecen los mercados financieros. Las deudas pueden, por tanto, devenir insostenibles en el momento en que los mercados dejen de estar interesados en financiarles a tipos de interés factibles.

Desde la observación empírica, **la mejor manera de identificar este fracaso es observando la demanda nominal. En el segundo trimestre de 2016, la demanda nominal de la eurozona fue tan sólo un 6,9% superior a la observada en el primer trimestre de 2008** (esto es, ocho años después). Si asumimos la tendencia histórica, con un crecimiento real del 1% y una inflación cercana al 2%, ello sitúa la demanda nominal en un crecimiento anual del 3%, lo que, después de ocho años, situaría la demanda nominal un 21% por debajo de su valor tendencial. Como contraste añadir que la demanda nominal en Estados Unidos creció un 23% durante el mismo periodo. Si a ello añadimos que la debilidad de la demanda también tiene un impacto muy importante y bajista sobre la inflación (la inflación subyacente en el eurozona no ha superado el 2% desde enero de 2009 y ha registrado una media del 1,2% desde esa fecha, situándose a finales de 2016 en el 0,9%), disponemos del cuadro de análisis completo. Tal y como muestra el gráfico 9, **la inflación lleva por debajo del objetivo del BCE del 2% desde mediados de 2012.**

Gráfico 9. Área del euro. Inflación, media precios al consumo



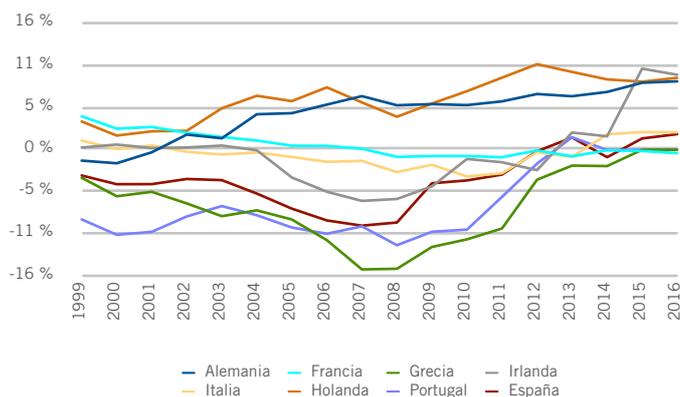
Fuente: BCE

Reconocido el problema de demanda insuficiente, el área del euro enfrenta también el desafío de hacer converger en renta per cápita a sus países miembros. Ese era uno de los grandes objetivos. Ahora bien, si el desafío está ahí, si comparamos los resultados económicos entre países miembros de la moneda única, existen amplias diferencias en el comportamiento del **PIB real per cápita** ajustado por la paridad de poder de compra, diferencias que se han ampliado, no reducido, en los últimos años. Si este indicador se ha elevado un 11% en Alemania entre 2007 y 2016, apenas ha variado en Francia y **ha caído un 8%** en España y un 11% en Italia. Ello implica que, por ejemplo, **le llevará probablemente toda la presente década a la economía española para recuperar la renta real por habitante de antes de la crisis**, siendo la recuperación en Italia aún más tardía y prevista para mitad de la próxima década. **La eurozona, por tanto, no ha conseguido su objetivo de promover la convergencia entre sus países miembros ampliando, paradójicamente, las diferencias en renta e impulsando así, en cierto modo, la divergencia en ingresos reales por habitante.**

Lo positivo dentro del desempeño económico de la zona euro desde la crisis de 2008 ha sido el cambio observado en los niveles de competitividad-precio, especialmente en el caso español, tomando como indicador los salarios relativos. Ese esfuerzo de la economía española ajustando salarios y reduciendo sus costes laborales unitarios relativos explica una buena parte del excelente comportamiento de su sector exterior. A ello podríamos añadir, la desaparición de los déficits por cuenta corriente en los países de la periferia europea, si bien ello se ha conseguido en gran parte gracias al colapso de la demanda real doméstica. El gráfico 10 recoge esta evolución, donde se observa cómo los países que registraban déficits por cuenta corriente excesivos los han corregido y donde también destacan los superávits históricos de países como Alemania y Holanda, a los que se ha sumado recientemente Irlanda. Los países acreedores, producen pero no consumen lo suficiente para aliviar el déficit de demanda y de inversión que sufre el área del euro.

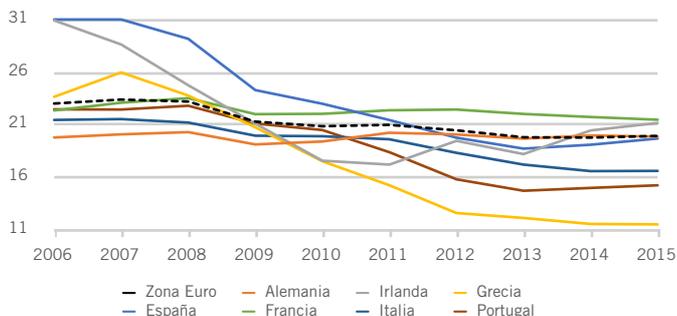
En el tercer trimestre de 2016, la demanda interna real italiana era un 10% inferior a la observada en el primer trimestre de 2008, mientras que la española era cerca de un 11% inferior, habiendo llegado a ser un 19% inferior. Entretanto, la demanda real doméstica en Alemania había crecido un 8% en el mismo periodo, si bien su superávit por cuenta corriente había pasado del 7% del PIB alemán en 2007 al 9% en 2016. Se trata de otro desajuste interno de la eurozona que la hace muy dependiente del superávit externo.

Gráfico 10. Evolución saldo balanza por cuenta corriente. Países Zona Euro



No hay duda de que en el proceso de convergencia anterior a la Gran Recesión hubo excesos de inversión que generaron importantes desequilibrios, una mala asignación de recursos y la creación de enormes burbujas en el precio de los activos inmobiliarios en países como España o Irlanda, pero el orden magnitud de la inversión era el correcto para converger. Si observamos lo sucedido con las ratios de inversión sobre el PIB desde el año 2008, recogidas en el gráfico 11, son los países del sur de Europa (especialmente Grecia, pero también Portugal e Italia) los que con mayor virulencia sufrieron la Gran Recesión y, especialmente, la crisis de deuda soberana, que alcanzó su punto álgido en 2012 y son también los que han registrado un mayor empeoramiento en sus ratios de inversión (a pesar de las fuertes caídas también del PIB), con la importante excepción de España que, pese a la enorme caída debido a la sobredimensión del sector de la construcción (al igual que Irlanda), recuperó gran parte del terreno perdido desde que se estabilizara la eurozona. **Con un ratio de inversión sobre el PIB del 11,5% como el griego, frente al promedio del 20% del área del euro, es imposible converger en renta per cápita con Europa.**

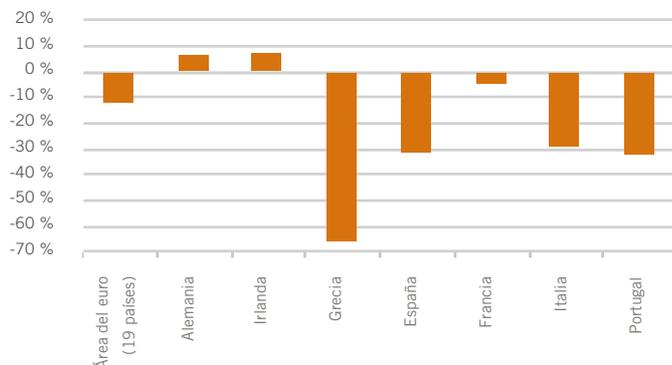
Gráfico 11. Evolución ratio Inversión/PIB en porcentaje



Fuente: Eurostat

En una crisis de balanza de pagos y de deuda externa enorme, de la que Grecia es el mejor exponente, la economía debe virar hacia las exportaciones y para ello debe elevar la productividad por ocupado. Pero el crecimiento de la productividad lo determina la inversión en stock de capital y la innovación y, en Grecia es demasiado baja. Si a ello se añade que los tipos de interés, pese al rescate, siguen demasiado elevados (el BCE no compra deuda griega) y el crédito a empresas muy restringido, las perspectivas sobre la economía helena solo pueden ser extremadamente pesimistas, pese a contar con una economía más competitiva al beneficiarse de una moneda más barata que hace dos años y de la caída de los sueldos desde que se llevó a cabo el último rescate. Ahora bien, impulsar la demanda a través de otro camino que no sea la inversión, ya sea vía aumento del endeudamiento de los consumidores o vía aumento de los márgenes empresariales reduciendo indiscriminadamente los costes laborales, no dará los frutos necesarios en el medio plazo.

Gráfico 12. Formación bruta de capital 2015 vs. 2007

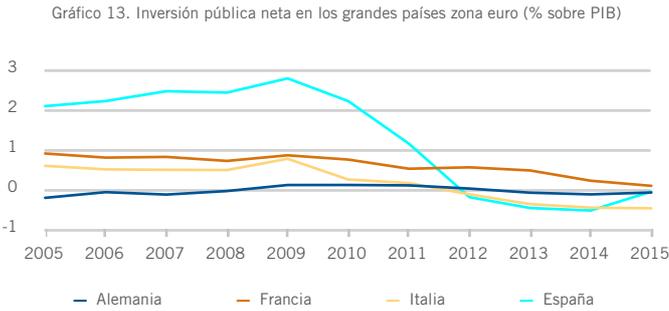


Fuente: Eurostat

Tal y como recoge el gráfico 12, la inversión en 2015 es un 65% inferior a la registrada en 2007 en el país heleno. Las caídas de España, Portugal e Italia rozan o superan ligeramente el 30%, y en el caso de estos dos últimos países ello tiene lugar sin la necesidad de tener que reajustar la sobredimensión del sector constructor como sucede en el caso español. La caída promedio en el área del euro es del 12%, siendo Alemania e Irlanda dos entre los países del área del euro que muestran datos de inversión en 2015 superiores a los observados en 2007.

Esta realidad, junto con la situación política especial que vive la eurozona, requiere probablemente de un **impulso al crecimiento por el lado fiscal, unido a importantes reformas estructurales**. Parece obvio que la caída de la demanda en la eurozona ha sido de una intensidad superior a cualquier otra región del mundo. En este contexto, **continuar con severos ajustes fiscales es probablemente exagerado y contraproducente, si tenemos en cuenta que, una inversión pública**

neta cercana a cero (gráfico 13) como la mostrada por las cuatro grandes economías de la eurozona en los últimos años no tiene mucho sentido.



Fuente: Eurostat

Finalmente, el gráfico 14 muestra las variaciones del peso del gasto público productivo (incluye la inversión pública y en educación) de las principales economías del mundo entre 2007 y 2013. Si los países que han sufrido con mayor profundidad la crisis en la eurozona son también aquellos que han reducido más severamente su gasto público productivo, nada nos llevaría a pensar que esto vaya a ayudar a lograr una mayor convergencia de esas economías con el resto de países de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

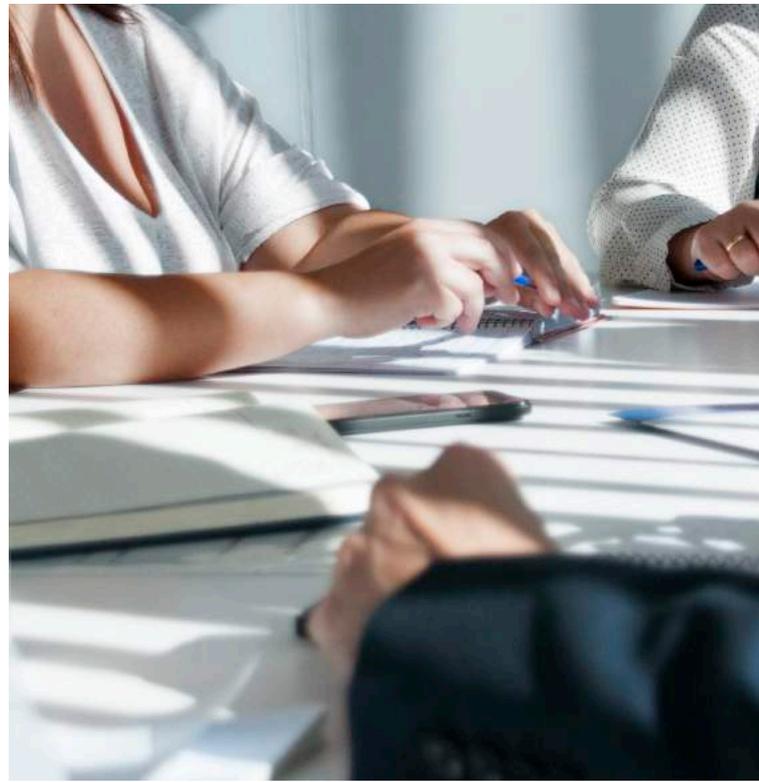
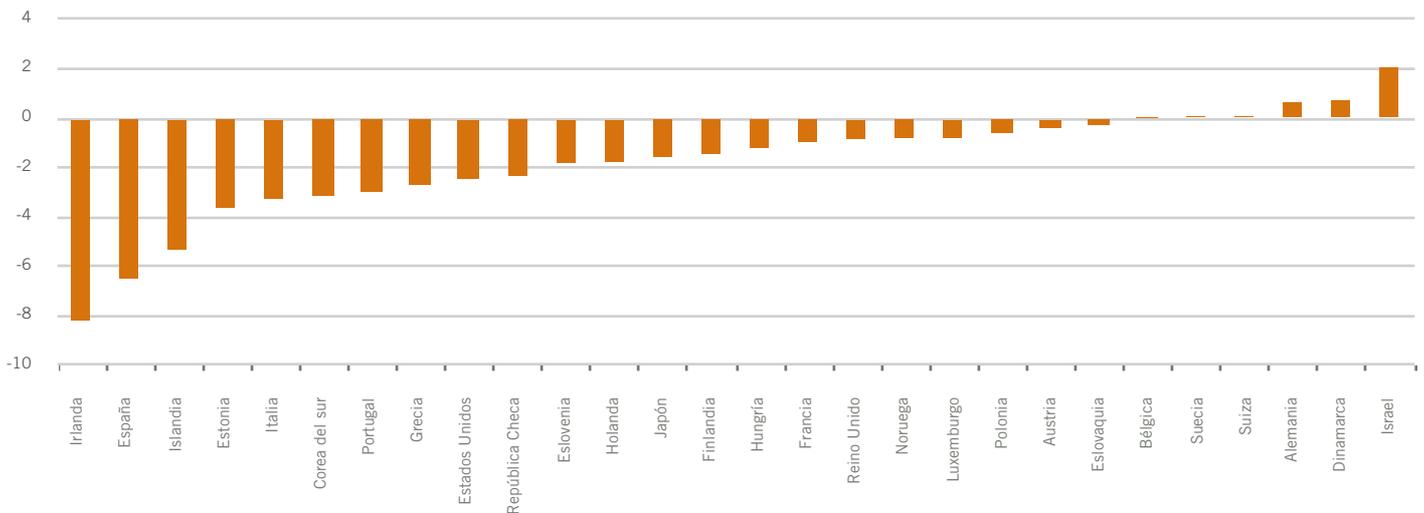


Gráfico 14. Cambio en el peso de la inversión pública y en educación 2007-2013 (puntos porcentuales)



Fuente: OCDE

Las implicaciones sobre el crecimiento a medio plazo derivadas de una debilidad secular de la inversión llevaron a las autoridades europeas a adoptar a finales de 2014 el Plan de Inversiones para la Unión Europea, también conocido como Plan Juncker. Con esta iniciativa se están destinando recursos del presupuesto europeo para que el Banco Europeo de Inversiones (BEI), a través del Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE), promueva inversiones en áreas clave para el crecimiento económico y en proyectos con un perfil de riesgo y un carácter más innovador que el que tradicionalmente se impulsa a través del BEI. El éxito del Plan requiere de la movilización de un volumen importante de capital privado, que vendrá fomentado por la visibilidad y asistencia técnica que reciben los proyectos, así como por la confianza que ofrece la participación del BEI. El objetivo es, tras la nueva propuesta de Reglamento del Consejo que amplía las garantías del presupuesto de la Unión Europea a 26.000 millones de euros y la duración del Fondo hasta el 31 de diciembre de 2020, generar inversiones por al menos un valor de 500.000 millones de euros hasta finales de 2020. Las mejoras recientemente introducidas también aspiran a garantizar que el apoyo del Fondo incluya al mayor número

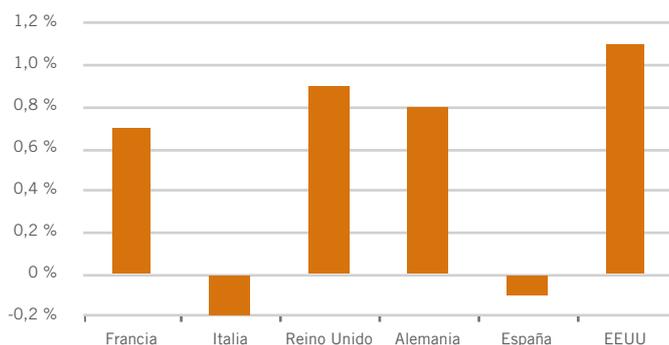
posible de países de la UE y financie una mayor variedad de sectores, como la agricultura, la silvicultura, la pesca y otros sectores de la bioeconomía, así como medidas relacionadas con el clima.

El problema central que debe afrontar la eurozona es la debilidad de la demanda de inversión, claramente insuficiente. A los niveles actuales, las economías europeas no generan la demanda suficiente a corto plazo, y no están estableciendo la base para un alto crecimiento y una profunda transformación estructural. La inversión privada no volverá a niveles adecuados si no se complementa con inversión pública y medidas para mitigar el riesgo. **Pese a la idoneidad del Plan Juncker, éste probablemente adolezca de un reducido tamaño al verse, en parte, anulado por la continua austeridad de los presupuestos nacionales.**



elevado desempleo, que encuentran su caldo de cultivo en un mercado de trabajo y un sector público ineficientes o la débil situación empresarial, pero también en el envejecimiento de la población y la desigualdad.

Gráfico 16. Productividad total de los factores (1995-2014). Tasa de variación



Fuente: OCDE

Como muestra el gráfico 16, la productividad total de los factores entre 1995 y 2014 decreció a un ritmo medio anual del 0,1%, el peor registro sólo por delante de Italia entre las economías avanzadas. **La productividad en el conjunto de la economía española no progresa adecuadamente**, lo que tiene su origen, fundamentalmente, en dos factores. Uno es el reflejo de un fenómeno internacional que afecta a la economía mundial. **Tras la llegada y la difusión de las nuevas tecnologías de la comunicación, se ha observado una caída del crecimiento de la productividad en los países más avanzados.** El otro factor reside en la ampliación de la brecha con respecto a la frontera tecnológica, en parte por una tendencia de largo plazo que nunca fue totalmente corregida. En este sentido **merece la pena reflexionar sobre el hecho de que un país dedique más o menos capital humano a la hostelería o a la producción manufacturera de elevado valor añadido no sólo tiene consecuencias para la composición sectorial en un momento dado del tiempo, sino también para la generación de lo que se ha dado en llamar “economía del conocimiento”,** es decir, la creación de efectos dinámicos por los cuales, cuanto mejor se asignen dichos recursos, más fácil resulta la acumulación de nuevo capital humano y tecnológico. Es por ello que un país puede ser abundante en capital humano y tecnológico, pero no necesariamente alcanzar pautas de especialización en sectores tecnológicamente avanzados y de valor añadido elevado. Las instituciones que regulan el funcionamiento de los mercados de productos y factores de producción y las intervenciones del sector público devienen, por tanto, determinantes.

Pero el bajo o nulo crecimiento de la productividad en España también está íntimamente relacionado con la falta de innovación. Las políticas que favorecen el crecimiento a largo plazo son aquellas que contribuyen a la acumulación de conocimiento tecnológico, mediante la inversión en I+D, y de formación y capacitación de los trabajadores, mediante sistemas educativos y de formación ocupacional eficaces. La economía española no destaca en ninguno de estos dos ámbitos. **En concreto en este último, España se sitúa entre los países de la OCDE con menor gasto en I+D en el promedio de los últimos treinta años,** aun cuando éste tiene un componente público relativamente mayor. Además, durante las recesiones se cumple (1992-1995 y desde 2009) que el gasto en actividades de I+D disminuye considerablemente.

España en 2015 destinó 13.172 millones de euros a I+D, lo que supone un incremento del 2,7% respecto al año anterior. Aun así, si comparamos la inversión destinada a este capital intangible sobre el PIB de cada país, como muestra el gráfico 17, el peso relativo es del 1,2%, es decir uno de los países europeos que menos dinero destina a este fin. Entre las economías que mayor dinero destinan a I+D se encuentra Suecia con un 3,3% de su PIB, siendo el país que mayor gasto en inversión y desarrollo realiza de Europa. Le sigue Austria con

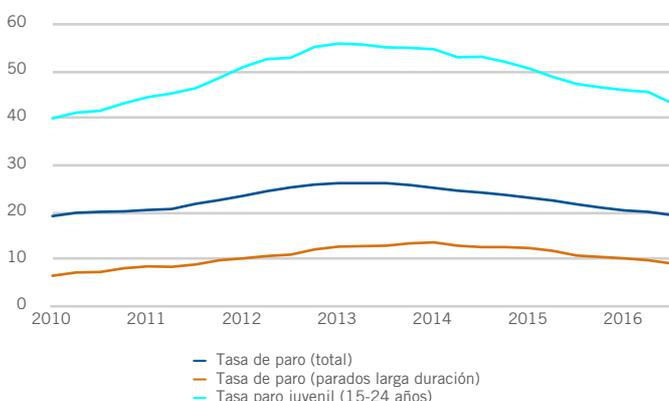
6 | Economía española.

6.1. Baja productividad y desempleo.

La economía española lidera el crecimiento económico dentro de la zona euro en los dos últimos años, favorecida por factores de índole tanto estructural como coyuntural. Pero los retos estructurales para poder afrontar con garantía los principales desequilibrios actuales (alto desempleo, déficit público y deuda pública elevada, alto endeudamiento privado y excesiva deuda externa neta y bajo crecimiento de la productividad) no dejan margen alguno para la complacencia.

El principal síntoma de los problemas económicos de España es su bajo nivel de PIB por persona en edad de trabajar, que surge del elevado nivel de desempleo estructural (en torno al 15 o 16%) y de la baja productividad media de quienes tienen empleo. El gráfico 15 recoge la evolución de la tasa de paro total, juvenil y de larga duración.

Gráfico 15. Tasa de paro en España



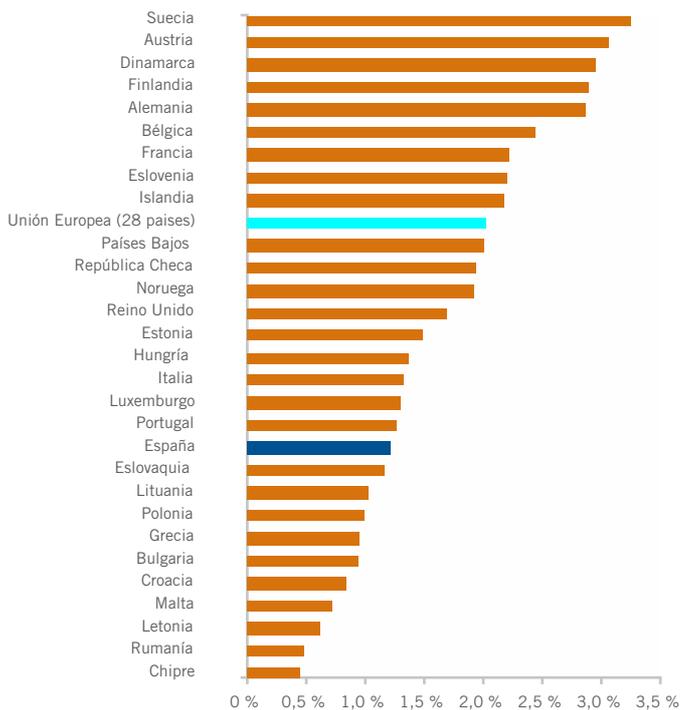
Fuente: EPA

Según el diagnóstico anterior, los principales problemas de la economía española no guardan tanta relación con el concepto anteriormente desarrollado de “estancamiento secular” o *secular stagnation* como con la baja “productividad total de los factores” y el



un 3,1% sobre su producción interior, Dinamarca un 3%, Finlandia y Alemania un 2,9% sobre sus respectivos PIB. Todos estos países junto con Francia (2,2%), Eslovenia (2,2%) e Islandia (2,2%), se encuentran por encima de la media europea que es de un 2% sobre el PIB europeo. De las principales economías que se encuentran por debajo de la media Reino Unido con un 1,7% e Italia con un 1,3%, aunque ambas superan a la inversión española.

Gráfico 17. Gasto en I+D sobre PIB



Fuente: Eurostat

6.2. Ahorro, financiación e inversión en la economía española.

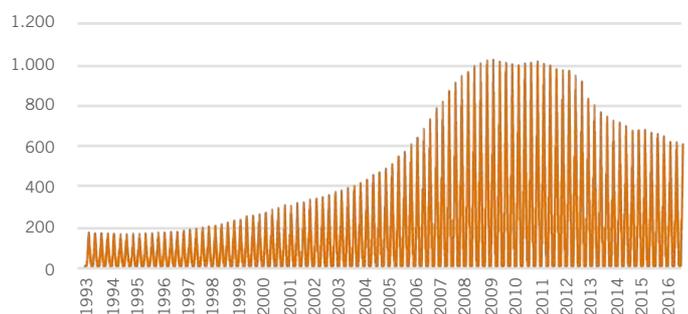
El canal bancario ha jugado y aún juega un papel preponderante en la financiación de particulares y empresas en Europa, facilitando el acceso al crédito en exceso durante el auge y restringiéndolo igualmente en exceso durante la recesión, tal y como las empresas españolas han podido comprobar en los años más convulsos de la reciente crisis económica y financiera.

En consecuencia la financiación bancaria se ha visto reducida en los últimos años y los ajustes que ha experimentado el sector bancario para adaptarse a las regulaciones y las políticas monetarias expansivas del BCE han contribuido a la reducción del coste de la financiación bancaria de las empresas españolas. **Las condiciones de acceso para la financiación bancaria han mejorado, aunque las pymes siguen soportando un mayor coste de la financiación bancaria que las grandes compañías.**

En 2016 los créditos de nuevas operaciones a las sociedades soportan diferentes intereses atendiendo al volumen de crédito solicitado. Los créditos de menos de 250.000 euros asumieron un interés del 3,32% lo que supone un descenso del 12% respecto al año anterior, los de 250.000 a 1 millón de euros soportaron un interés de 1,92%, un ajuste del 13% en la comparativa, mientras que los créditos de más de un millón de euros tuvieron un interés del 1,65% lo que supone un descenso del 29% respecto al año anterior.

El stock de crédito total concedido a las sociedades españolas para financiar actividades productivas en septiembre de 2016 fue de 604.274 millones de euros, una caída del 7,7% respecto al año anterior. La evolución reciente se observa en el gráfico 18.

Gráfico 18. Total de crédito para financiar actividades productivas. Miles de millones de euros

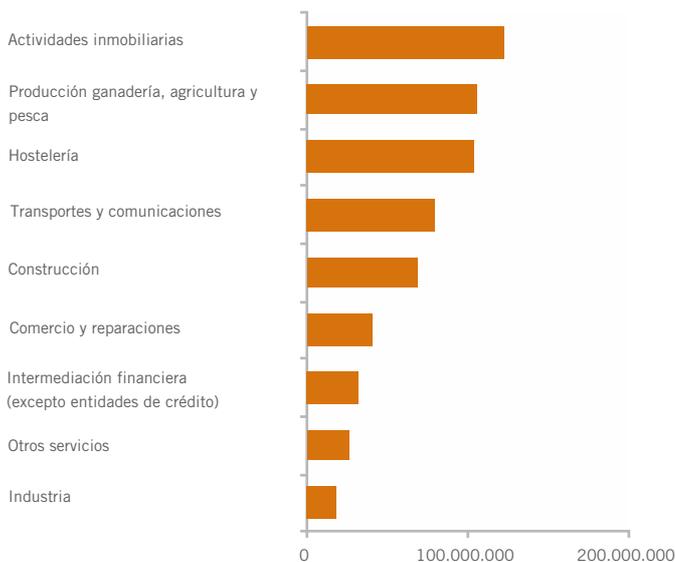


Fuente: Banco de España

Si se hace una diferenciación del crédito por sector de actividad como muestra el gráfico 19, las actividades inmobiliarias es el sector que más crédito recibe por parte de las entidades financieras con 123.177 millones de euros, lo que supone un descenso del 9,3% respecto al año anterior. Le sigue por volumen de importancia el sector de la industria, que recibió por parte de las entidades financieras con 106.623 millones de euros, un retroceso del 2,9% en la comparativa interanual. Las empresas dedicadas a la intermediación financiera (exceptuando las entidades de crédito) recibieron unos 80.000

millones de euros, lo que supone un descenso del 23% respecto al año anterior. Le sigue el sector del comercio y las reparaciones que recibieron 69.294 millones de euros (-0,2%).

Gráfico 19. Crédito para financiar actividades productivas por sector de actividad. Miles de euros



Fuente: Eurostat

Pero existen otras alternativas a la financiación tradicional o bancaria, como son el **MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija)**, que se configura como una iniciativa para canalizar recursos financieros de empresas solventes mediante la emisión de títulos de renta fija. El MARF se dirige de forma principal a inversores institucionales, españoles y extranjeros, que desean diversificar sus carteras con valores de renta fija de compañías de mediana dimensión, habitualmente no cotizadas y con buenas perspectivas de negocio.

En este mercado, en poco más de tres años (se inauguró en octubre de 2013), las emisiones han superado los 4.300 millones de euros. Hasta ahora, un total de 31 compañías pertenecientes a diferentes sectores, han emitido en este mercado. Entre ellas destacan empresas tales como El Corte Inglés, Copasa, Grupo Ortiz, Barceló o Audax. Todas estas compañías han emitido sus propios bonos y pagares admitidos a cotización por parte del mercado. El MARF también ha dado cabida a emisiones más complejas, como bonos de proyectos de infraestructuras, o productos estructurados agrupando derechos de cobro, que han proporcionado financiación a un conjunto de más de 100 pymes.

Una mayor variedad de fuentes de financiación refuerza las posibilidades de inversión de las empresas así como la capacidad de diversificar su pasivo atendiendo a coste, plazos y acceso. En este sentido ha sido clave para impulsar la inversión y reactivar la actividad en el mercado de emisiones corporativas la decisión por parte del Banco Central Europeo (BCE) de abrir una nueva fase de estímulo con el inicio de las compras de deuda corporativa emitida en euros por empresas no financieras (aseguradoras incluidas) residentes en el área del euro (aunque su matriz sea extranjera) que cuenten con una calificación de grado de inversión cuyo vencimiento sea superior a seis meses e inferior a 31 años. Además de facilitar la obtención de fondos por parte de las grandes empresas europeas, esta decisión elevó aún más las posibilidades de inversión de empresas de menor tamaño, al obligar de manera indirecta al sector bancario a prestar mayor atención a las pymes en su política crediticia, toda vez que va a tener más dificultad en cerrar operaciones de préstamos sindicados con grandes empresas.

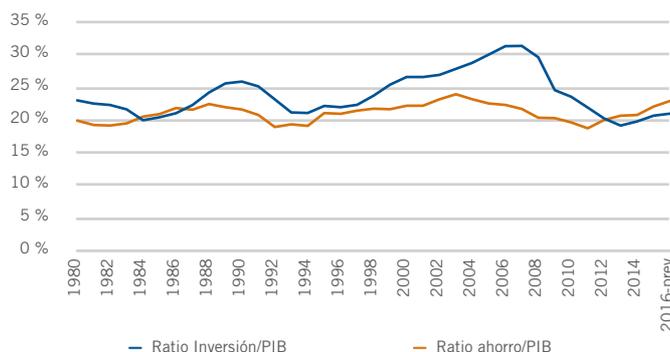
Gráfico 20. Área del euro. Inversión y ahorro nacional



Fuente: FMI

Pese a la histórica decisión del Banco Central Europeo (BCE), **la inversión en la zona euro no termina de remontar de manera clara**, tal y como muestra el gráfico 20. Y esta decisión también entraña algunos riesgos. Por ejemplo, que esta abundancia de fondos de que disfrutaban las grandes empresas sean dirigidos a inversiones no productivas o para adquirir empresas a precios poco competitivos, o bien, que no sean usados por estas para reforzar su capacidad instalada acometiendo nuevos proyectos de inversión, pudiendo entonces dedicarse dichos fondos a la recompra de acciones, un fenómeno de tendencia creciente y que, en parte, explica los bajos niveles de inversión observados en la última década en las economías avanzadas. Dicho fenómeno no es algo de lo que la crisis económica y financiera vivida en los últimos años haya sido directamente responsable, si bien, sin duda, sí que lo ha podido reforzar, ante la mayor incertidumbre existente para las empresas.

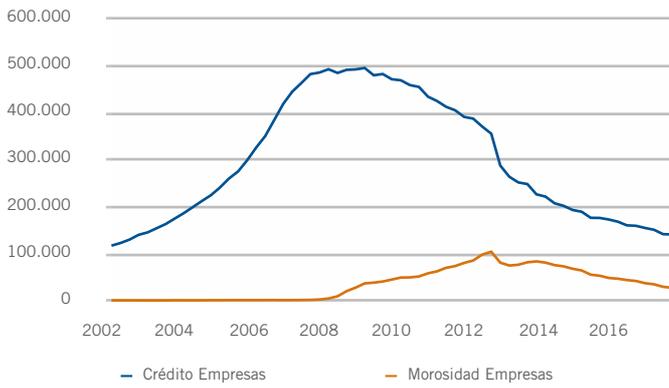
Gráfico 21. España. Inversión y ahorro nacional



Fuente: Banco de España y axesor

En cualquier caso, los datos indican claramente, que **tanto en el área del euro como en el caso de la economía española, las empresas no financieras vienen mostrando cada vez una mayor capacidad de financiación, superando año tras año su nivel de ahorro a su nivel de inversión**. Los gráficos 20 y 21 muestran la evolución seguida por el ahorro y la inversión en relación al PIB tanto para la eurozona como para España. Ambas han aprovechado la crisis financiera internacional para consolidar economías con capacidad de financiación, si bien lo han logrado a partir de comportamientos diferentes. Mientras que el área del euro lo ha conseguido a partir de una ligera reducción del peso del ahorro de alrededor de medio punto en comparación a la media de la última década (y tras un fuerte aumento en los años que siguieron a la crisis y que llegaron a situar la ratio ahorro/PIB cerca del 24%), y de un descenso de 2 puntos con respecto al promedio de la inversión, la economía española lo ha logrado a partir de una ratio ahorro/PIB similar a la media observada en los últimos años (con la excepción de los años de la crisis en que ésta disminuyó) y, sobre todo, a partir de la fuerte caída de la ratio inversión/PIB, que registra una caída de más de 10 puntos desde el pico registrado en los años previos a la crisis (2007 y 2008).

Gráfico 22. Crédito y morosidad de las empresas ligadas a las construcción y actividades inmobiliarias. Millones de euros constantes

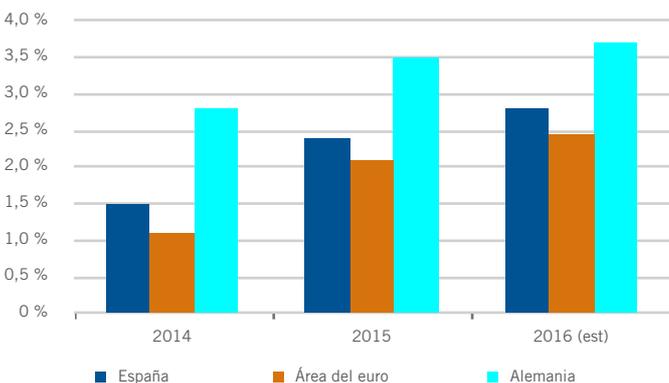


Fuente: Banco de España y axesor

Esa deriva de la inversión era necesaria, pues **la inversión residencial estaba sobredimensionada**. El gráfico 22 muestra la evolución del crédito recibido por empresas de promoción y actividades inmobiliarias y cómo se convirtió en el principal foco de morosidad del sistema financiero español. La buena noticia llegó alrededor de 2014, cuando la mora bancaria vinculada al sector inmobiliario, al igual que el resto de sectores, comenzó a descender. Las nuevas provisiones exigidas por el Banco de España y la tendencia a la baja de la mora bancaria dieron paso, junto a las sucesivas intervenciones del BCE, a un mayor acceso de las empresas a la financiación bancaria. Tanto es así, que según la encuesta que realiza el BCE sobre el acceso de las pymes a la financiación en el área del euro, la disponibilidad de crédito ha mejorado considerablemente y ya no es la principal preocupación de las pymes de la zona euro, apuntando hacia **un problema de demanda de crédito que podría explicar los recientes malos datos de nuevos préstamos en la eurozona y en España**. En esta última, y según datos del Banco de España, el importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos a pymes (utilizando como proxy de estos créditos los inferiores a un millón de euros) aumentó un 2,7% interanual, en el acumulado de los doce últimos meses hasta diciembre de 2016, 0,8 puntos menos que en el mes precedente. Por su parte, el importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos superiores a un millón de euros se redujo el 32,8% interanual, 0,7 puntos más que en noviembre.

Si volvemos sobre el gráfico 21, se observa cómo, tras tocar fondo en 2012, la ratio inversión/PIB comienza una senda alcista caracterizada tanto por el aumento del PIB como por la expansión de la inversión. A continuación analizaremos brevemente cómo ha sido esta recuperación de la inversión de los últimos años, si bien antes conviene reflexionar sobre el creciente ahorro empresarial, tanto a nivel nacional como a nivel europeo.

Gráfico 23. Capacidad financiación sociedades no financieras (porcentaje sobre el PIB)



Fuente: Eurostat

El gráfico 23 muestra la capacidad de financiación del sector empresarial (sociedades no financieras) en proporción al PIB para España, Alemania y el conjunto de la eurozona. **El comportamiento favorable de los beneficios en los últimos dos años ha proporcionado un volumen elevado de financiación interna a las empresas, con aumentos en el agregado ahorro bruto de dos dígitos**. De hecho, las sociedades continúan apoyándose predominantemente en los recursos internos para desarrollar su actividad. De este modo, la recuperación económica y el aumento de los beneficios empresariales permitieron cierta reanimación de la inversión de las empresas no financieras, si bien aún no se han recuperado los volúmenes anuales previos a la crisis en numerosos países. Si se descuenta el consumo de capital fijo, esto es, el gasto destinado a cubrir la depreciación del stock de capital y a reponer la parte de este que ha quedado obsoleta, **el esfuerzo inversor destinado a aumentar la capacidad productiva también estaría incluso más alejado de los promedios de antes de la crisis**, siendo los países con una mayor brecha de esfuerzo inversor Portugal, Italia y Finlandia. La falta de dinamismo de la inversión en el actual momento cíclico, caracterizado por la recuperación de los beneficios y la notable relajación de las condiciones de financiación, es un reflejo claro del carácter moderado de la recuperación económica y de la incertidumbre sobre el crecimiento futuro, del exceso de capacidad instalada en algunos sectores y de la necesidad de que algunas empresas fortalezcan sus balances financieros.

Pese a la mejoría en las condiciones de financiación en los últimos años y planes de apoyo a la inversión a nivel europeo como el Plan Juncker anteriormente citado, **las empresas no dan pasos definitivos que impulsen la inversión**, algo en parte comprensible dados los todavía elevados ratios de endeudamiento. Ha habido mejora tanto en 2015 como en 2016, pero sigue siendo lenta. El todavía reducido nivel de inversión empresarial tanto en España como en el área del euro se ha traducido, en un contexto de mayor dinamismo de los recursos internos, en una capacidad de financiación en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM). **Las empresas registraron un superávit de sus cuentas por un valor relativamente elevado, superior al 2% del PIB en 2015 y probablemente en 2016 (en España es aún mayor) que contrasta con la posición tradicional de necesidad de financiación del tejido empresarial**. Aunque la acumulación de recursos internos es un indicador de la necesidad de reducir el endeudamiento del sector en algunos países, **la capacidad de financiación que ostenta el sector institucional, clave para la acumulación de capital productivo de las economías, constituye también una señal de alerta sobre la insuficiencia de la inversión**.

Por lo que se refiere a los recursos externos y al endeudamiento, la mejoría de la financiación fue bastante generalizada por países, si bien presenta aún notables diferencias entre países. En países como España, en el que las empresas continúan ajustando sus niveles de endeudamiento, el stock de préstamos continuó cayendo, aunque a un menor ritmo que en años anteriores. El endeudamiento de las empresas permaneció en niveles históricamente elevados. La combinación de un crecimiento moderado del PIB nominal y del aumento de los pasivos (vía flujos de financiación no bancaria) hizo que la ratio de endeudamiento se redujera solo de forma moderada en 2015 y 2016, situándose en valores alrededor del 100% del PIB.

6.3. Evolución de la inversión española en el exterior.

Una capacidad de financiación permanente en el sector empresarial puede ser indicativo de una pérdida de fe en las posibilidades futuras de la economía. Estas expectativas negativas o limitadas sobre el futuro del país no incentivan la inversión empresarial y pueden dar lugar a una caída estructural de la demanda, cuyas consecuencias previsibles podrían ser inflación, debido al menor output gap que se produciría por el menor crecimiento potencial de la economía y un menor crecimiento, dado que la baja inversión también tendría efectos sobre el recorrido tendencial de la productividad.

España cuenta hoy con unas 2.700 empresas inversoras en el exterior, que controlan alrededor de 8.700 filiales, en su mayoría de primer nivel, participadas directamente (en torno al 60%), con elevada dimensión media (157 empleados).



Es por ello que adquiere gran importancia hacer seguimiento a los datos de inversión de las empresas españolas en el exterior, pues podría estar teniendo lugar una nueva ola de expansión de la inversión por parte de empresas españolas no dentro, sino por todo el mundo, aprovechando ese importante colchón de liquidez adquirido en forma de recursos propios y los bajos costes de la financiación externa.

Fruto de un proceso que se inició en los años ochenta y que se aceleró de manera notable en los años noventa y con la llegada del euro, **España cuenta hoy con unas 2.700 empresas inversoras en el exterior, que controlan alrededor de 8.700 filiales, en su mayoría de primer nivel, participadas directamente (en torno al 60%), con elevada dimensión media (157 empleados)**, localizadas principalmente en países desarrollados y cuyas actividades deparan elevadas rentabilidades. En la antesala de la crisis, la economía española se había convertido en un activo y relevante inversor en el extranjero, situándose entre los cinco socios europeos con mayor stock de inversión extranjera directa emitida (IED). Había conseguido también casi equilibrar el valor de sus inversiones en el exterior con el de las inversiones recibidas de las principales multinacionales mundiales.

La crisis ralentizó esta expansión vigorosa de la inversión exterior, aunque no la frenó. Los flujos brutos emitidos siguieron creciendo a un ritmo apreciable, no tan intenso como en los años anteriores, especialmente los bienios 1999-00 y 2006-07, pero anotando valores que no se alejaban mucho de los registrados en 2004 o 2005, situados entre 30.000 y 40.000 millones de euros, cifra que casualmente se sitúa bastante cerca de la capacidad de financiación anual de las sociedades no financieras españolas en los últimos dos años.

Ahora bien, los flujos netos sí moderaron con intensidad su crecimiento, reduciéndose a la mitad de las cifras apuntadas, fruto de las desinversiones realizadas, esto es, del cierre de establecimientos o de la venta de participaciones accionariales en empresas localizadas, expresión inequívoca de las enormes dificultades económicas y de refinanciación de sus créditos que encontraron las empresas inversoras.

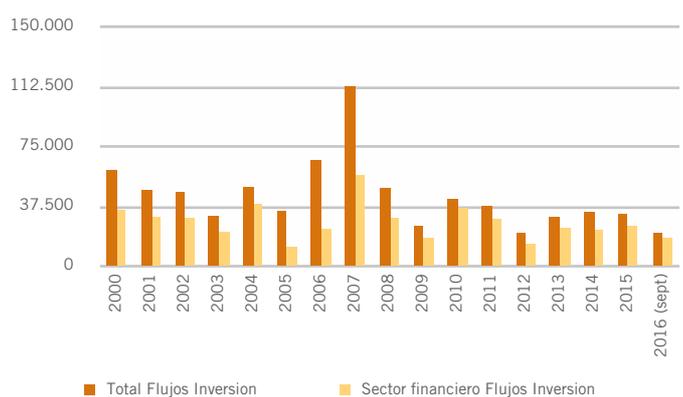
Con todo, España aumentó su intensidad inversora (el peso del stock de inversión directa sobre el PIB) más que los primeros países inversores, Reino Unido y Francia, alcanzando un porcentaje del 52%, que le mantiene en la tercera posición tras los dos países citados, por delante de Alemania e Italia.

Con la llegada de la recuperación económica, de la rentabilidad y el ahorro de las empresas, las condiciones internas para la reanudación de la trayectoria expansiva de la inversión en el exterior son favorables. Sin embargo, las condiciones externas, dado el bajo crecimiento

mundial no acompañan en la misma medida. Aún así, **los tres últimos años han sido testigos de una nueva aceleración de la inversión en el exterior, apoyada por el descenso de las desinversiones**. Como veremos, la moderación en la inversión en el año 2016 de las empresas españolas en el exterior no ha afectado de forma significativa a su distribución por grandes sectores de actividad, pero sí lo ha hecho a su distribución por áreas geográficas.

En los nueve primeros meses de 2016 la inversión española en el exterior bruta fue de 20.976 millones de euros, lo que supone un descenso del 20% respecto al mismo periodo del año 2015, puesto que la inversión para ese periodo fue de 26.066 millones de euros. **Ahora sí, volver a las cifras registradas antes de la crisis resulta difícil. En 2007 se produjo la mayor inversión con 113.041 millones de euros**, esta cifra histórica no se ha vuelto a repetir, fundamentalmente por la desinversiones, es decir se redujeron la presencia accionarial en empresas extranjeras o se cerraron establecimientos. Situaciones que ponen de manifiesto las dificultades económicas que atravesaba la economía.

Gráfico 24. Flujo de inversión bruta española en el exterior. Millones de euros



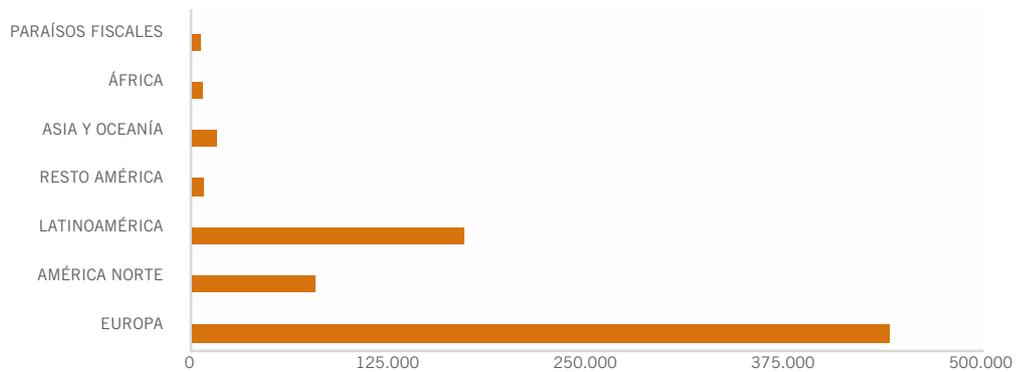
Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad

Como muestra el gráfico 24, el sector bancario era el principal inversor en el exterior, en el año 2007 invirtió 57.647 millones de euros, es decir el 51% del total. Pero esa presencia se ha incrementado en los últimos años, en 2015 el flujo de inversión fue de 32.752 millones de euros, mientras que 25.635 millones fueron del sector bancario, es decir el 78% del total invertido. En los nueve primeros meses de 2016, el flujo de inversión fue de 20.976 millones de euros mientras que 18.049 millones de euros son del sector bancario, lo que supone un 86% del total.

Es significativo que la inversión española en 2016 se ha dirigido principalmente a dos países, en primer lugar Reino Unido con un flujo de inversión de 8.258 millones de euros lo que supone el 65% de la inversión destinada a Europa y en segundo lugar se encuentra Luxemburgo con una inversión de 1.416 millones de euros lo que supone el 11% de la inversión europea.

El gráfico 25 muestra los destinos por continentes de la inversión bruta española en el extranjero desde el año 2000 hasta 2015. Europa se ha convertido en la principal fuente de inversión, para este periodo se ha invertido 441.614 millones de euros, lo que supone el 60% de la inversión total realizada. El segundo continente que mayor flujo de inversión ha recibido es América Latina con 130.822 millones de euros, lo que supone el 23% de la financiación. Le sigue América del Norte con una inversión de 68.274 millones de euros lo que supone el 12% de la inversión.

Gráfico 25. Destino de la inversión bruta española en el exterior para el periodo 2000-2015. Millones de euros

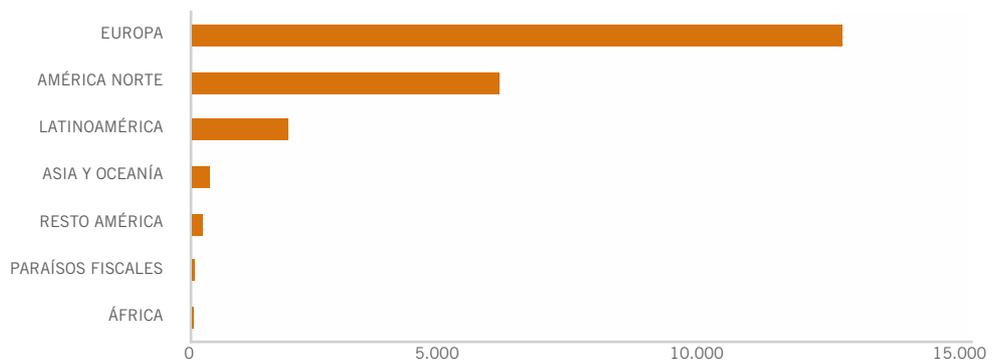


Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad

Pero la situación cambió un poco en 2016, como muestra el gráfico 26. Europa sigue siendo el principal destino inversor aunque ha disminuido su peso, pero el mayor descenso se ha producido en Latinoamérica, todos estos descensos a favor de América del Norte. Para los tres primeros trimestres del año se han invertido en Europa 12.529 millones de euros, lo que supone un peso del 59%. **Es significativo que la inversión española en 2016 se ha dirigido principalmente a dos países, en primer lugar Reino Unido con un flujo de inversión de 8.258 millones de euros lo que supone el 65% de la inversión destinada a Europa y en segundo lugar se encuentra Luxemburgo con una inversión de 1.416 millones de euros lo que supone el 11% de la inversión europea.** Es decir, entre ambos países se concentra el 76% de los flujos de inversión.

Por otro lado, en América del Norte se ha invertido 5.935 millones de euros, hasta septiembre de 2016 lo que supone un peso del 28%, motivado principalmente por EEUU. En tercer lugar se encuentra Latinoamérica con una inversión de 1.865 millones de euros lo que supone un peso relativo del 9%.

Gráfico 26. Destino de la inversión bruta española en el extranjero para 2016 (hasta septiembre). Millones de euros



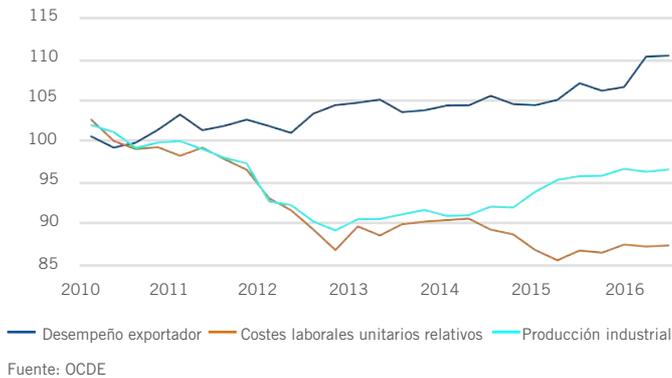
Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad

Por último, resta insistir en la relevancia de este flujo de fondos de inversión cuando las empresas están instaladas en situaciones financieras cómodas, caracterizadas por capacidad de financiación y liquidez. El proceso de inversión exterior convierte unos fondos que estarían parados sin opciones claras de inversión para estas empresas en la economía doméstica en el retorno en forma de rentabilidad de las filiales exteriores en inversiones que en principio ofrecen mejoras en la productividad y en las perspectivas de crecimiento. Si bien la rentabilidad de las filiales exteriores se recortó en los años de crisis, se mantiene en niveles apreciables. Se redujo notablemente en 2008 y 2009, pero se recobró en 2010. Desde entonces ha venido disminuyendo gradualmente, conforme se desaceleraba el crecimiento de los países emergentes y el PIB mundial. Desde el año 2014 la cifra de rentabilidad se ha vuelto a situar en niveles elevados, alrededor del 10% sobre el stock de inversión.

6.4. El mayor peso actual de la inversión en bienes de equipo y en intangibles frente a la elevada inversión residencial del auge inmobiliario.

La estrategia emprendida por la economía española tras el fin de la burbuja inmobiliaria y tras registrar el segundo déficit por cuenta corriente más elevado del mundo ha sido reforzar la competitividad de las empresas para elevar nuestras ventas en los mercados exteriores. Las exportaciones han mostrado desde 2010 un comportamiento muy satisfactorio, sirviendo para compensar, en parte, la profunda caída de la demanda interna.

Gráfico 27. Las ganancias de competitividad impulsan las exportaciones (Índice 2010=100)

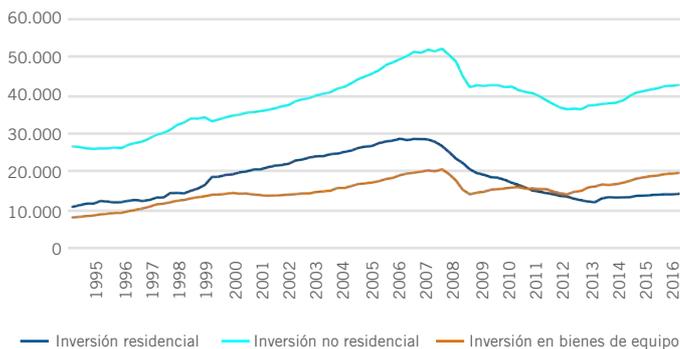


El gráfico 27 muestra la progresiva reducción lograda en los costes laborales unitarios que han permitido una continua ganancia de competitividad precio y un permanente crecimiento del desempeño exportador. Lo que no se podía lograr vía devaluación tradicional de moneda se consiguió vía devaluación interna o devaluación salarial. También se observa como la producción industrial, ocho años después de la crisis aún registra un volumen inferior al de 2010, inferior al de principios de la crisis y equivalente a niveles de producción de principios de los años noventa.

La expansión de la industria y de las exportaciones españolas de bienes y servicios en los años venideros dependerá de los niveles de inversión alcanzados por las empresas, especialmente en bienes de equipo y en intangibles. Obviamente una economía europea y mundial que muestre un mayor dinamismo económico favorecerá las ventas en los mercados exteriores e invitará en mayor medida a las empresas a invertir.

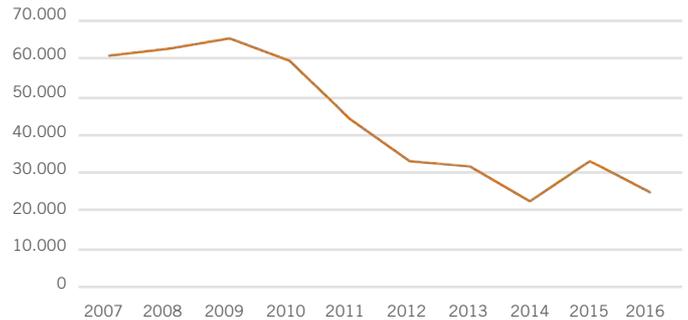
Si observamos **los datos de inversión en equipo de la economía española, el gráfico 25 muestra como ya se han alcanzado los niveles de inversión previos a la crisis**, lo que unido al fuerte descenso de la inversión residencial producto del fin del ciclo constructor e inmobiliario ha permitido que el peso de la inversión en bienes de equipo pase de ser del 25,2% a finales de 2007 a 34,5% en el tercer trimestre de 2016, un aumento de casi 10 puntos porcentuales.

Gráfico 28. Evolución FBCF. Millones de euros. Euros constantes



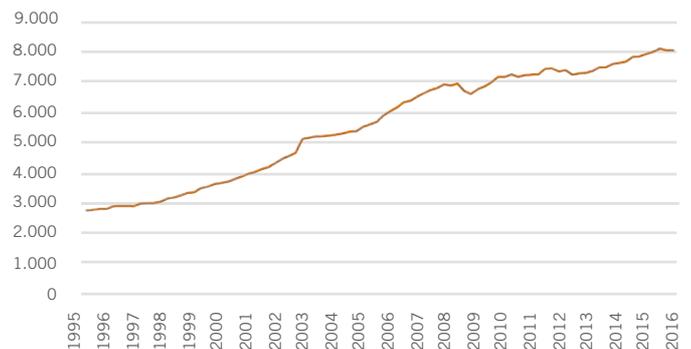
El gráfico 28 también muestra la evolución seguida por la inversión no residencial, que al igual que la residencial, sigue alejada de los niveles de inversión previos a la crisis. En ella se incluye también la inversión en otros edificios y construcciones, que además de las construcciones de fábricas, almacenes, locales comerciales y oficinas por parte de las empresas incluye todas aquellas inversiones públicas de obra civil responsabilidad del Ministerio de Fomento y del Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente y aquellas inversiones de perfil militar responsabilidad del Ministerio de Defensa. La explicación, en este caso, reside, en parte, en la fuerte caída de la inversión pública en los últimos años (gráfico 29), pasando de representar, en promedio, en los años 2007-2009 importes alrededor de los 60.000 millones de euros anuales a caer hasta los 26.000 millones de euros en el periodo 2014-2016, una caída próxima al 60%.

Gráfico 29. Inversiones reales. Inversión pública. Euros corrientes



Sin embargo, el componente de la inversión que más ha crecido en los últimos años es el de la inversión en activos intangibles, que se sitúa un 22,7% por encima del nivel alcanzado en 2007, año previo a la crisis. La inversión en productos de la propiedad intelectual no ha dejado de crecer desde el breve receso observado en 2009, tal y como muestra el gráfico 30. En 2016 dicha inversión inmateral se situó cerca del 14% de la inversión total de la economía española.

Gráfico 30. FBCF. Productos de la propiedad intelectual



El capital intangible es considerado, cada vez con mayor rotundidad, como una fuente adicional de crecimiento, frente a los factores productivos tradicionales como son el trabajo y el capital físico, que explican el progreso de la sociedad a medio y largo plazo.

Diversas investigaciones empíricas destacan la posibilidad de que se esté produciendo una sustitución de inversión en capital físico por inversión en intangibles (como propiedad intelectual o marca), que es además menos observable debido a que responde, en gran medida, a procesos intra-empresa. De hecho, como veíamos anteriormente, **se estima que en EEUU la inversión en intangibles supera ya la inversión en capital físico.** Y ello estaría teniendo efectos en el mercado de trabajo, ya que conllevaría que, de la misma manera que el trabajo de



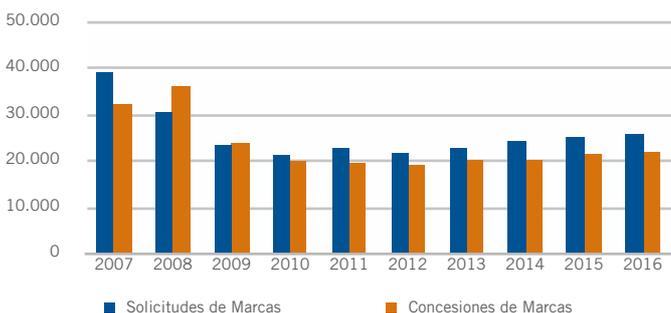
baja cualificación es sustituido por la automatización, **el capital físico es sustituible por trabajo altamente cualificado** (que es el factor en el que son intensivos los intangibles). Del mismo que también conllevaría importantes implicaciones de política económica para favorecer la inversión, en la medida que los cambios en la estructura productiva hacia la economía del conocimiento podrían tener un impacto mayor a la hora de atraer flujos de inversión que los tipos de interés.

Una de las formas de innovación e inversión que tienen las empresas es mediante la adquisición de derechos de propiedad intelectual que adquieren para proteger sus activos basados en conocimiento. Para ellos analizaremos la evolución de las solicitudes de marcas comerciales realizadas por las sociedades mercantiles españolas y la concesión de las mismas con el fin de conocer la voluntad del tejido empresarial en España por innovar y reactivar el mercado con nuevos productos y servicios.

Las solicitudes de marcas comerciales realizadas por parte de las compañías españolas llevan cuatro años consecutivos incrementándose, tal y como muestra el gráfico 31. En 2016 se realizaron 25.769 nuevas solicitudes de marcas, lo que supone un incremento del 2,3% respecto al año anterior. Si se distingue entre el tamaño de empresas, las pymes realizaron el 92% de las solicitudes.

Se ha de señalar que de las 25.769 solicitudes realizadas en 2016 se concedieron 21.939 marcas comerciales, es decir el 85% de las tramitaciones. La tasa de concesiones de marcas comerciales desde 2007 es superior al 82%, en algunos casos como en 2008 el número de concesiones es superior al de solicitudes y esto se debe principalmente a que el año anterior se registró un elevado número de solicitudes y desde que realiza la solicitud hasta que se produce la concesión pasa un periodo de tiempo y eso es lo que paso en 2008, que muchas de las concesiones pertenecían a solicitudes del año anterior.

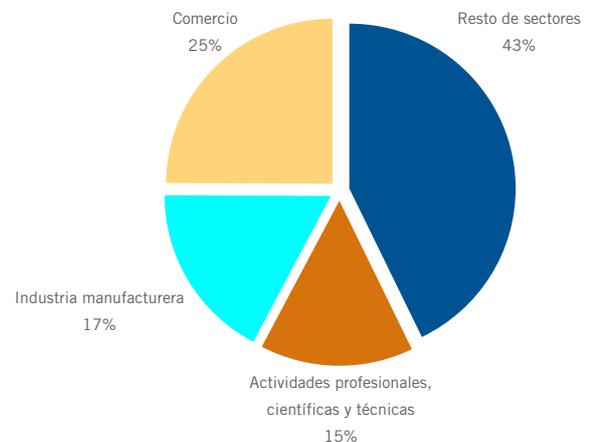
Gráfico 31. Evolución de la solicitudes y concesiones de marcas en las sociedades mercantiles



Fuente: axesor

En lo que refiere a los sectores, tres grupos de actividad recogen casi el 60% de las solicitudes, del total realizadas en 2016, como muestra el gráfico 32. El comercio o distribución comercial registró 6.451 solicitudes lo que supone un incremento del 2,1% respecto al año anterior, y el 25% del total de solicitudes. En la industria manufacturera se solicitaron de enero a diciembre del año pasado 4.491 marcas comerciales lo que supone un incremento del 7,3% respecto al año anterior y un 17% del total de solicitudes realizadas. El tercer sector es el de las actividades profesionales, científicas y técnicas en el que se solicitaron 3.858 marcas lo que supone un incremento interanual del 1,8% y representan el 15% del total de solicitudes.

Gráfico 32. Reparto sectorial de las solicitudes de marcas en 2016



Fuente: axesor

Por otro lado, fueron tres sectores los que incrementaron más de un 10% las solicitudes de marcas, el sector del transporte y almacenamiento 432 solicitudes (+ 29,7%), el sector de las actividades inmobiliarias 910 solicitudes (+11,0%) y hostelería con 1.619 solicitudes (+11,4%).

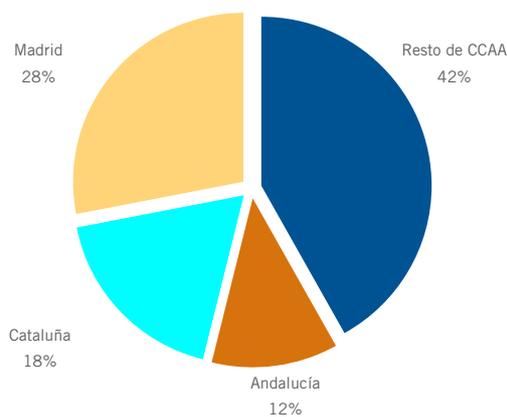
En el lado opuesto se encuentran los sectores con menor iniciativa innovadora, el sector de la industria extractivas con 18 solicitudes (-35,7%), el suministro de agua y actividades de saneamiento 20 (-25,9%) y el de suministro de energía eléctrica, gas y vapor, con 85 solicitudes (-16,2%).

Por comunidades autónomas, Madrid lidera la estadística: en 2016 se realizaron 7.352 solicitudes de marcas comerciales, un descenso del 1,4% respecto al año anterior y un 28% del total de solicitudes realizadas en España. La segunda comunidad es Cataluña, con 4.609



solicitudes de marca comercial, un incremento del 1,3% sobre el año anterior y un 18% del total. Las empresas andaluzas realizaron 3.099 solicitudes de marcas comerciales, un aumento del 3,7% en comparación con el año anterior, lo que supone un 12% del total (gráfico 33).

Gráfico 33. Reparto por CCAA de las solicitudes de marcas



Fuente: axesor

En resumen, y teniendo en cuenta el conjunto de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) de la economía española, el componente de inversión de la demanda se sitúa en 2016 alrededor de un 28,3% por debajo de los niveles observados previos a la crisis. Y, pese a lo favorable de la mejor asignación de los recursos disponible en la actualidad, no es menos cierto que la economía española necesita que el componente inversión de la demanda siga avanzando con fuerza en los próximos años en aras a poder disponer de una economía más competitiva y tecnológicamente más avanzada, capaz de no quedarse atrás en la economía del conocimiento así como de mejorar en la asignatura aún pendiente de mejorar la productividad.

6.5. España: ¿País atractivo para la inversión? La competitividad de la economía española.

La persistencia de elevados déficits de balanza por cuenta corriente y la acumulación de altos niveles de endeudamiento privado constituyeron los dos grandes problemas macroeconómicos al inicio de la crisis que, en buena parte, terminarían explicando la intensidad de la recesión de la economía española. En este segundo **desequilibrio el endeudamiento privado de empresas no financieras y familias llegó a alcanzar el 220% del PIB**. Respecto al primer problema, el ajuste del déficit de la balanza por cuenta corriente ha sido el más intenso de las últimas décadas, al pasar de un saldo negativo medio equivalente al

4,6% del PIB entre 1997 y 2012 a un superávit medio del 1,5% en los últimos cuatro años (2% en 2016). Mantener esa capacidad de financiación es una de las condiciones necesarias para alargar la fase expansiva actual, teniendo en cuenta que nuestra posición de inversión internacional neta (PIIN), es decir, la diferencia entre activos españoles en el resto del mundo y los pasivos contraídos con el exterior, sigue siendo muy negativa (88% del PIB), lo que nos hace vulnerables ante posibles cambios de ánimo de los inversores internacionales. Y es por ello que **el comportamiento positivo de nuestros precios relativos debe continuar, siendo un objetivo de política económica, especialmente cuando la inflación se ha disparado hasta el 3% interanual en enero**, lo que anticipa una inflación media en 2017 próxima al 2,5%.

Pese al importante esfuerzo de desapalancamiento de empresas y familias hasta el 167% del PIB en 2016, **la deuda sigue estando un 35% por encima del umbral máximo establecido por la Unión Europea en el marco de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos**. En un mundo global, el ser una economía atractiva para la inversión extranjera puede ayudar mucho a elevar el crecimiento del PIB y servir de complemento perfecto de una potente inversión nacional. Aún más importancia adquiere la inversión extranjera directa si el Estado está sometido a una restricción fiscal importante debido al elevado déficit y deuda públicos y el sector privado atraviesa por una crisis de balances y una falta de demanda agregada (como la denomina Richard Koo, recordando que en Japón tardó décadas en corregirse), al intentar empresas y familias simultáneamente devolver su deuda. En esta situación, es necesario que la inversión venga de fuera.

España es un país con una situación geográfica destacable, que se convierte en un escenario de acceso para potenciales consumidores de Europa, Norte de África e Iberoamérica. Además, el país cuenta con 47 millones de consumidores, a los que hay que añadir más de 75 millones de turistas internacionales que visitan nuestro país actualmente. España cuenta con una de las mejores redes de infraestructuras; modernizada y de gran eficacia. Con facilidades de acceso de forma marítima, aérea y terrestre. Sin olvidarnos del mercado laboral, que dispone de jóvenes altamente cualificados.

Un factor indispensable a la hora de invertir en un país es la competitividad y la productividad que presente. El *World Economic Forum* elabora el Índice de Competitividad Global (*Global Competitiveness Index*) en el que analiza 138 economías de todo el mundo. Este índice mide la habilidad de los países de promover altos niveles de prosperidad de sus ciudadanos. En resultado, analiza una serie de variables de prosperidad económica, entre ellas se encuentran las infraestructuras, instituciones, entorno macroeconómico, educación y salud, eficiencia de los mercados e innovaciones entre otras. El ranking 2016-2017 lo encabeza Suiza, convirtiéndose en la economía

más competitiva de los 138 países; le sigue Singapur y en tercer lugar, Estados Unidos. España se encuentra en el puesto 32 del ranking, mejorando una posición respecto al periodo anterior, con un *score* de 4,7 sobre 7. En los puntos en los que España es más competitiva es en infraestructuras, ocupando el puesto 12 en este pilar, con un *score* de 5.9 sobre 7; en el pilar de la sanidad y educación España se encuentra en la posición, pero con un *score* del 6,3 sobre 7.

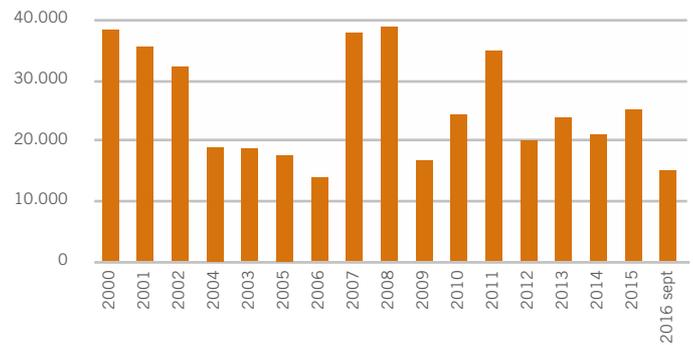
Los pilares analizados afectan de forma diferente según el estado de desarrollo del país. **La manera de mejorar la competitividad de un país desarrollado no es la misma que la de un país emergente.** Los países van avanzando en su camino al desarrollo, para ello, los salarios y la productividad nacional debe mejorar y poder incrementar la competitividad. **Para los inversores, el nivel de desarrollo y la seguridad que genere el país son indispensables para la toma de decisiones sobre su capital.**

Pues bien, durante el primer trimestre de 2016, y a pesar de tener un gobierno “en funciones” y un riesgo político asociado al populismo notable, las inversiones directas extranjeras hacia España aumentaron un 15% en términos interanuales. Y el conjunto de las inversiones (de las aproximadamente un porcentaje algo superior al 90% se deben al inversor nacional) subieron un 5,2% en términos reales frente al mismo periodo del año anterior. Más concretamente, las inversiones de bienes de equipo, muy sensibles a la percepción sobre demanda futura, subieron un 9,8% en la comparativa interanual.

Si bien es cierto que los datos anteriores se suavizaron conforme avanzó el año, permiten mostrar la confianza inversora en la economía española incluso en una situación abiertamente incierta desde el punto de vista político. Ello se explica, en parte, porque el riesgo político es más limitado del que muchas veces percibimos. Por un lado, la diferencia entre lo que un gobierno promete y aplica es hoy, especialmente si se trata de un país endeudado, enorme, tal y como ponen de manifiesto las medidas tomadas en Grecia por el gobierno de Syriza. En segundo lugar, el euro, que otrora actuó como elemento desestabilizador hoy actúa como garantía de estabilidad, y ello en un marco de objetivos fiscales actualmente más laxos pero de obligado cumplimiento. Por último, la compra de deuda por parte del BCE no se realiza sin pedir nada a cambio. Si un país se plantea aplicar políticas que puedan llevar a una recesión el BCE amenazaría con dejar de compra directa o indirectamente sus bonos.

En el plano económico, **la confianza mostrada por los inversores internacionales hacia la economía española se fundamenta en la disponibilidad de financiación por parte de las empresas**, en gran parte por la intervención del BCE, de manera que se las empresas pueden aprovechar las oportunidades encontradas de inversión. A ello hay que añadir la recuperación sostenida de la demanda interna debido a la fuerte creación de empleo y la incipiente recuperación salarial, que unida a precios en negativo en 2016, aumentó la capacidad de consumir de las familias. Y a mayor capacidad de demandar bienes, las empresas reaccionan produciendo más, para lo que es necesario invertir. Finalmente, **España se ha convertido desde hace unos años en una economía ultracompetitiva, con unos costes laborales por hora trabajada de aproximadamente 21 euros (frente a los 28 euros en la zona euro)**, mientras que los diferenciales de productividad por hora trabajada son exigüos.

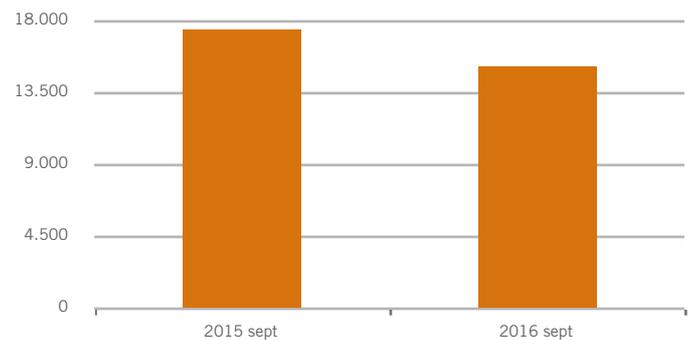
Gráfico 34. Flujo de inversión bruta extranjera en España. Millones de euros



Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad

Por lo que se refiere a los flujos de inversión bruta incluidas las inversiones en Entidades de Tenencia de Valores Extranjeros (ETVE), y según datos del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, para el periodo de enero-septiembre de 2016 los flujos de inversión bruta ascendieron a 15.183 millones de euros (gráfico 35), lo que supone un descenso del 13,2% respecto al mismo periodo del año anterior, puesto que en 2015 para ese mismo periodo la inversión fue 17.501 millones de euros. La ralentización del comercio mundial y de la zona euro puede incidir directamente a estos retrocesos.

Gráfico 35. Flujo de inversión bruta extranjera en España. Millones de Euros



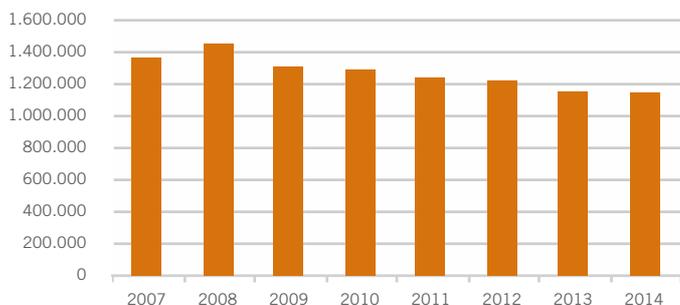
Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad

El gráfico 34 muestra la evolución de los flujos de inversión desde el año 2000. Los años previos a la crisis, en el año 2000 la inversión fue de 38.368 millones de euros y desde entonces comenzó a retroceder hasta su recuperación en los años 2007 y 2008, donde la inversión bruta fue 37.880 y 38.902 millones de euros respectivamente, la cifra más alta alcanzadas. Esas cifras de inversión no se han vuelto a repetir, aunque en el año 2011 la inversión extranjera en España fue de 34.946 millones de euros.

En términos netos, es decir si a la inversión bruta se le restan las desinversiones, por causa de transmisiones entre residentes y no residentes, liquidaciones parciales (reducciones de capital) o totales (disoluciones o quiebras), la cifra de inversión es inferior. Para el periodo enero/septiembre la inversión neta fue de 9.357 millones de euros, un descenso del 24% respecto al año anterior, puesto que la inversión neta para ese periodo en 2015 fue de 12.564 millones de euros.

Pero estos flujos de inversión tienen un reflejo real en la economía y generan empleo. En el gráfico 36 se analizará el número medio de empleados de las sociedades receptoras de inversión exterior. El último dato disponible es de 2014, en ese año el número medio de empleados para ese año fue de 1,15 millones, un 1% menos que en el año anterior. La cifra más elevada fue en el año 2008, que coincide con el año de mayor inversión, con 1,46 millones de empleados.

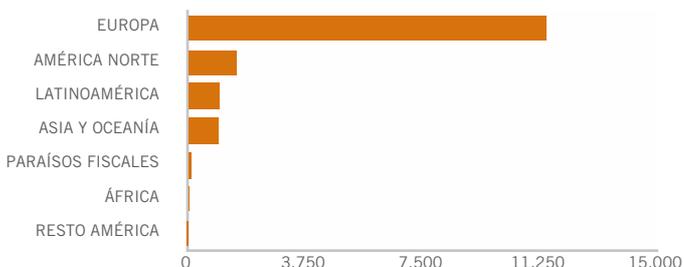
Gráfico 36. Número medio de empleados de las sociedades receptoras de inversión exterior



Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad

Históricamente el principal inversor en España son los propios países europeos. Para el periodo enero-septiembre de 2016 se invirtieron 15.183 millones de euros brutos, de los cuales 11.478 millones provienen de los países europeos, es decir el 75,6% de la inversión realizada. El segundo inversor es América del Norte, con 1.578 millones de euros, lo que supone un peso del 10,4% sobre el total y le sigue Latinoamérica con una inversión de 1.036 millones de euros, un 6,8% del total, como muestra el gráfico 37.

Gráfico 37. Inversión extranjera bruta en España atendiendo al continente de origen en el 2016 (En-Sept). Millones de euros

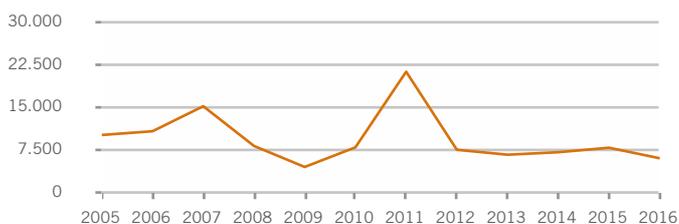


Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad

6.6. Evolución del capital invertido por parte de las nuevas empresas.

Las constituciones de empresas en España cerraron en 2016 el séptimo año consecutivo de crecimiento, en 2015 se constituyeron 94.637 nuevas sociedades y 2016 registró 102.602 nuevas sociedades, cifras no vistas desde 2008. La constitución de una nueva sociedad implica una inversión y un capital. El gráfico 38 muestra en un gráfico la evolución seguida por el capital suscrito en los últimos 10 años. Destaca sobre manera el año 2011, lo cual se debe a que se convirtió en una sociedad mercantil Sociedad Estatal de Loterías y Apuestas del Estado S.A., constituyéndose con un capital de 12.520 millones de euros.

Gráfico 38. Capital suscrito constituciones en millones de euros

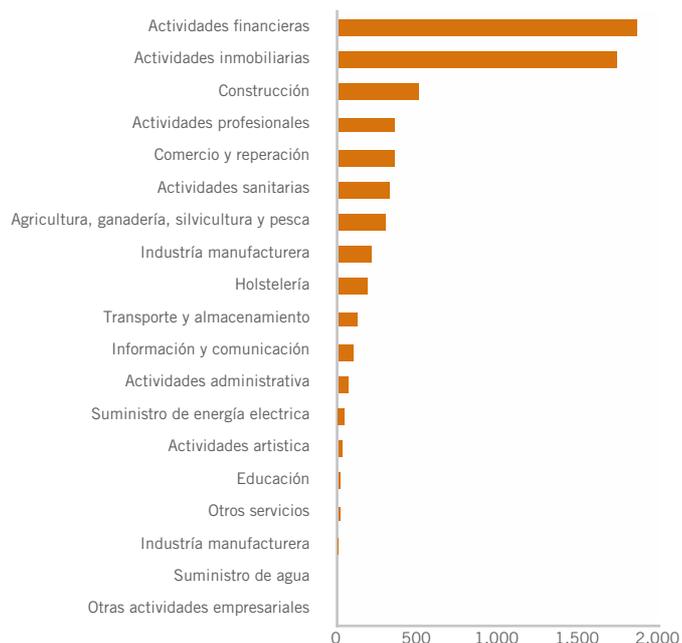


Fuente: axesor

Sin embargo, pese a la fuerte creación de empresas, en el año 2016 el total de capital invertido en la creación de empresas fue de 6.270,4 millones de euros, un descenso del 23% respecto al año anterior. Además, si analizamos la evolución seguida por este indicador con un

poco más perspectiva, se observa que la inversión media de los últimos cuatro años es alrededor de un 38% inferior al promedio de los años anteriores a la crisis.

Gráfico 39. Capital suscrito 2016 por sectores. Millones de euros



Fuente: axesor

La inversión en capital varía atendiendo al sector al que se dirige la inversión. En 2016 el sector que más capital captó fue el de actividades financieras y seguros con 1.860 millones de euros, como recoge el gráfico 39, un incremento respecto al año anterior del 5% y representa el 30% del total de capital suscrito ese año. Se ha de señalar que bajo este cnae se encuentran las actividades de las sociedades de *holding*, es decir, unidades que se dedican a la tenencia de activos (manteniendo la propiedad de participaciones dominante) de un grupo de filiales, cuya actividad principal es la propiedad del grupo, este tipo de sociedades se crean con altos volúmenes de capital. En segundo lugar, se encuentran las actividades inmobiliarias con 1.735 millones de euros, lo que supone un incremento del 29% sobre el año anterior y representa el 28% del total. Entre ambos sectores captaron el 58% del capital invertido en la creación de empresas en el año 2016. En tercer lugar se encuentran el sector de la construcción que captó 504 millones de euros, un descenso de 61% respecto al mismo periodo del año anterior. El cuarto sector en el que más capital se invierte en España es el de las actividades profesionales científicas y técnicas, este sector captó 356 millones de euros (-80% en tasa interanual).

7 | Soluciones de política económica y perspectivas futuras.

A nivel global, la normalización de las políticas monetarias, las tendencias socio-demográficas y de productividad, así como el cambio de modelo de crecimiento de algunas economías emergentes señalarían a una recuperación gradual de los tipos de interés reales, en un horizonte de medio plazo, aunque con una elevada incertidumbre, tanto en cuanto a la magnitud de la subida como en cuanto a su perfil temporal. Más a largo plazo, esta tendencia podría atenuarse en un escenario de limitado avance tecnológico, que no dinamice la inversión, o de caída de la inversión en las economías emergentes más intensa de lo esperado.

En el viejo continente, nueve años después del caos financiero que dio el pistolazo de salida de la actual crisis económica, el PIB y el empleo están todavía por debajo de sus niveles pre-crisis en numerosos países europeos, entre ellos España.

A ello se suma el elevado riesgo político, encabezado por la difícil negociación de la salida británica, así como por su impacto económico y psicológico, al que se suman en el horizonte inmediato elecciones trascendentales en los principales países de la zona euro, Alemania y Francia, con incierto resultado.

La economía europea debe, además, afrontar el legado de la Gran Recesión en un contexto de bajo crecimiento, cuyos máximos responsables son el envejecimiento de la población y las reducidas expectativas de crecimiento de la productividad, en parte debido a niveles de inversión pública y privada cada vez más bajos, muestra de una demanda agregada a todas luces insuficiente. Las perspectivas demográficas pueden tener importantes consecuencias sobre los patrones de consumo y sobre el crecimiento potencial, tanto a través del empleo como del crecimiento de la productividad total de los factores, en un escenario caracterizado, además, por un elevado endeudamiento. De este modo, **la interacción del legado de la crisis con el envejecimiento de la población y la baja productividad podría dar lugar a un periodo de bajo crecimiento y alto desempleo.** De hecho, las previsiones de crecimiento potencial per cápita, realizadas por la OCDE y que muestra el gráfico 40, ponen de manifiesto una caída del crecimiento potencial desde el 2% en la década de los años 80 y 90 hasta el 1% actual. Se observa como **la tasa de actividad, que históricamente ha contribuido positivamente a elevar el crecimiento del PIB per cápita deja de contribuir en los últimos años,** tendencia que se espera que se mantenga, lo que deja el crecimiento prácticamente exclusivamente en manos del crecimiento de la productividad.

Gráfico 40. Tendencia hacia un menor crecimiento potencial en porcentaje. Países OCDE



Fuente: OCDE

Hay un escenario en el que todas estas tendencias desembocan en una situación macroeconómica sin precedentes. El bajo crecimiento demográfico, combinado con un menor ritmo de progreso tecnológico (o con uno que produzca un reducido incremento de los salarios por la polarización del empleo) y unido a la continua caída del precio relativo del capital, muestra un cuadro macroeconómico en el que **la economía puede quedar atrapada en la situación conocida como estancamiento secular,** como vimos anteriormente, aquella que tanta angustia provocaba al economista Alvin Hansen a finales de la década de 1930.

Históricamente, en un contexto normal, cuando la economía entra en recesión, los gobiernos utilizan las políticas macroeconómicas para que la actividad económica se recupere. En primer lugar, la autoridad monetaria reduce el tipo de interés para que un número creciente de proyectos de inversión resulten rentables y para que las familias encuentren más atractivo aumentar su consumo y reducir su ahorro. La política fiscal, por su parte, aumenta el gasto público y las transferencias para impulsar la actividad y la renta disponible de las familias. Paulatinamente, las causas o factores desencadenantes de la recesión van desapareciendo y las medidas adoptadas van dando sus frutos, la economía se recupera y el PIB y el empleo vuelven a crecer.

Sin embargo, el marco actual resulta especialmente complicado, dada la confluencia de varios factores que están dificultando la recuperación sostenida. **No hay episodios previos de recuperación tras una recesión, con crisis financiera o sin ella, en los que las economías avanzadas mostraran recuperaciones con tan escaso ímpetu como ahora.** Entre las explicaciones están aquellas que aluden a los grandes volúmenes de deuda acumulados (pública y privada) durante el periodo 1995-2007 como principal factor detrás de la elevada duración y profundidad de la crisis. Otros, más pesimistas, apuntan a la conjunción de las tendencias demográficas y tecnológicas vigentes en la economía mundial, junto con la herencia de la crisis en forma de una deuda abultada y unos tipos de interés excesivamente bajos, las cuales dan lugar a un escenario en el que las medidas habituales de las políticas macroeconómicas para sacar a la economía de la recesión no son posibles, o bien son ineficaces. Las razones son que hay un límite inferior por debajo del cual los bancos centrales no pueden reducir los tipos de interés y que resulta difícil implementar políticas fiscales expansivas con tanta deuda acumulada. De este modo, por un lado, las tendencias demográficas y tecnológicas que ralentizan el crecimiento hacen que reducir dicha deuda sea más difícil y costoso y, por otro lado, la adaptación al escenario de bajo crecimiento se hace más difícil precisamente por la elevada carga de la deuda.

A modo de resumen, existen varios mecanismos principales que hacen que esta interacción tenga consecuencias macroeconómicas tan complejas. Por un lado, **las tendencias demográficas implican que es muy probable que haya menos jóvenes, lo que, entre otras consecuencias, implica que habrá una menor demanda de crédito.** Por otra parte, el pago de la deuda y la carga de las transferencias intergeneracionales a las que estos grupos de población tendrán que hacer frente también motivan un aumento de su ahorro. Además, una tasa reducida del crecimiento de la productividad también induce a lo mismo, a ahorrar más. **La desigualdad de la renta, que es creciente en los últimos años, puede tener un efecto negativo adicional sobre el consumo agregado,** y será tanto mayor cuanto más elevada sea la propensión marginal a consumir de los hogares con menor renta en relación con la de los hogares con mayor renta.

En el otro lado, las disminuciones de la población en edad de trabajar y del precio relativo del capital así como las dinámicas cortoplacistas observadas en la realidad empresarial (mayor reparto de dividendos y recompra de acciones junto a tasas de descuento excesivamente altas) empujan la inversión a la baja.

Y con más ahorro y menos inversión, los tipos de interés son considerablemente menores, pudiendo ser el tipo de interés negativo compatible con el pleno empleo.

A este tipo de interés lo denominó el economista sueco Knut Wicksell "natural" y juega un papel fundamental a la hora de determinar las tensiones inflacionistas en una economía. Si, por alguna razón, los tipos de interés de mercado son más elevados que el tipo natural, entonces los precios caen. Y al contrario. Si son más bajos, los precios suben. **Dada la situación económica actual, existe un cierto consenso sobre que el tipo de interés natural es negativo y algo más bajo de lo que la política monetaria es capaz de acomodar,** por lo que las tendencias hacia la deflación que han prevalecido durante la crisis no puedan ser descartadas todavía totalmente, a pesar de las apariencias de recuperación económica en algunas regiones. En 2016, tras ocho años desde el comienzo de la crisis financiera, la inflación en la eurozona sigue estando por debajo de su objetivo del 2%, siendo los tipos de interés negativos y con medidas de política monetaria no convencionales. Tampoco ha producido los resultados esperados en lo que respecta a la recuperación de la actividad económica, si bien, en el caso europeo, ha evitado una sucesión de quiebras de estados soberanos y ruptura de la Unión Económica y Monetaria, de consecuencias catastróficas.



No hay episodios previos de recuperación tras una recesión, con crisis financiera o sin ella, en los que las economías avanzadas mostraran recuperaciones con tan escaso ímpetu como ahora.

En cuanto a la política fiscal, existe una tendencia en los dos últimos años de revertir las políticas de austeridad fiscal implementadas durante la crisis e impulsar el gasto público (en particular, la inversión pública), si bien no con la intensidad suficiente, especialmente, en Europa, a juzgar por los resultados obtenidos. No obstante, para que la inversión pública sea eficaz para combatir la deflación son necesarios varios factores adicionales. El principal es que existan proyectos de inversión con rentabilidad económica y social. El segundo es que la financiación de dichos proyectos no ponga en peligro la sostenibilidad de la deuda pública. Y el tercero es que las familias no reduzcan más su consumo ante las expectativas de aumentos futuros en los impuestos, dirigidos a reducir el aumento de deuda necesaria para financiar los proyectos de inversión antes mencionados. Estaríamos en un contexto de cumplimiento de la “equivalencia ricardiana”, concepto al que David Ricardo aludió al analizar los posibles efectos de financiar los gastos de las guerras napoleónicas para el Reino Unido subiendo impuestos o emitiendo deuda, concluyendo que, si los agentes tuvieran en cuenta todo el horizonte de amortización de dichos bonos, ambas iniciativas serían equivalentes y producirían los mismos resultados. Desde entonces este concepto se utiliza para describir la posibilidad de que los aumentos del gasto público no lleguen a estimular el consumo ni la inversión privada, debido a que las familias y las empresas decidan que tienen que ahorrar más al prever o anticipar un aumento futuro de impuestos con los que financiar la deuda pública generada por dicho gasto.

Respecto a la primera de las condiciones anteriores, puede ser difícil de satisfacer por razones tanto políticas como económicas. En el primer caso, ello requiere de criterios de eficiencia a la hora de seleccionar los proyectos de inversión pública. Las razones económicas tienen que ver con que, en un contexto de disminución y envejecimiento de la población, las necesidades de infraestructuras públicas serán menores.

En relación a la segunda condición de sostenibilidad de la deuda, cabe destacar que es precisamente cuando los tipos de interés son tan bajos cuando resulta menos costoso para los gobiernos emitir más deuda. No obstante, en un escenario de bajo crecimiento nominal (con deflación y caídas del PIB) no resulta evidente que los aumentos del déficit presupuestario sean compatibles con una estabilización del endeudamiento.

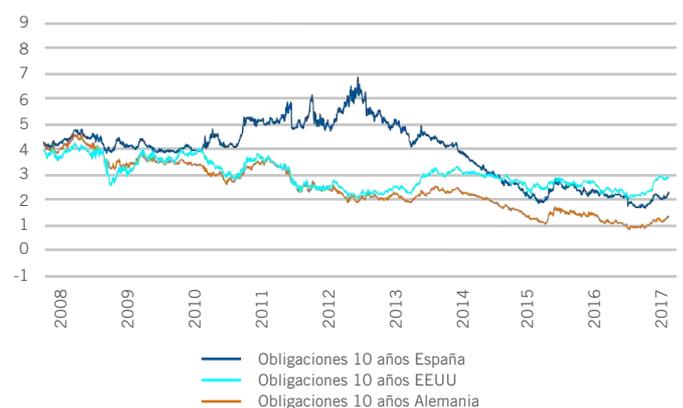
Por último, la tercera condición establecería que mientras que el endeudamiento sea elevado, existe el riesgo de que se genere una nueva crisis de deuda y de que los hogares y las empresas reduzcan su gasto en consumo e inversión, respectivamente, ante nuevos aumentos de la deuda pública.

De modo que, al final, solo cabe concluir que los problemas estructurales se han de resolver con políticas estructurales. Y si dichos problemas tienen relación con una futura crisis demográfica y un escenario de reducido progreso tecnológico, unas políticas monetarias y fiscales más expansivas solas poco van a poder hacer para resolverlos,

de modo que **las soluciones deberían venir también a través de políticas que limiten las consecuencias del desequilibrio demográfico y que impulsen el crecimiento de la productividad. De modo que no es suficiente que se lleve a cabo más gasto público, es también necesario que dicho gasto sea más eficaz**, mientras no se resuelven los problemas derivados de los elevados volúmenes de deudas privada y pública acumulados durante la década anterior. Paralelamente, la intervención de los bancos centrales, aparte de luchar contra la deflación, poco puede hacer probablemente para elevar la productividad y para cambiar las tendencias demográficas.

Ahora bien, el resultado de las elecciones en Estados Unidos y el encarecimiento en el precio del petróleo acontecido a finales de 2016 han tenido dos efectos importantes en las economías avanzadas: la subida de la inflación y la elevación de los tipos de interés. Ambos factores abren un nuevo escenario macroeconómico posible, sobre todo conforme las subidas de precios se vayan asentando e influyendo al alza sobre las expectativas. Y en este sentido, el programa del nuevo presidente electo de los Estados Unidos que contempla un notable impulso fiscal con especial énfasis en inversión en infraestructuras requerirá, probablemente, el final urgente de la política monetaria expansiva de la Reserva Federal (*quantitative easing*) y el inicio de un rápido ciclo alcista de tipos ante los probables efectos inflacionistas de esa expansión fiscal (recordemos que EEUU está ya cercano al pleno empleo). A medio plazo y con una incertidumbre algo superior, **el escenario base es que la Reserva Federal sea “domesticada” (hay cuatro bajas por cubrir en el Comité de Política Monetaria), reduciendo su beligerancia ante los problemas fiscales y de inflación del país, sobre todo si consideramos la mayoría republicana de ambas cámaras y que la expansión fiscal no tiene en EEUU objetores potentes**. Por lo tanto, la conclusión es clara: mayores expectativas de inflación y tipos de interés a largo y a corto más elevados. Tal y como refleja ya la curva del tipo de interés del bono americano a 10 años (gráfico 41), que también repercutió en los tipos de países europeos.

Gráfico 41. Tipos de interés del bono a 10 años



Fuente: Fed y BCE

A decir verdad, pocos economistas recomendarían una expansión fiscal sustancial para una economía en pleno empleo y, de hecho, estas políticas podrían ser perjudiciales para EEUU a medio plazo. Pero, sorprendentemente, le podrían venir probablemente bien al mundo en general y a Europa y España en particular.

En efecto, la economía mundial (Japón y el área del euro, especialmente), había llegado a un callejón sin salida, sobreendeudada, con expectativas decaídas, inflación baja o negativa y bajísimos tipos de interés. Las potenciales fuentes de demanda en otras partes del mundo no funcionaban al ritmo necesario: las economías emergentes estaban entrapadas por el abaratamiento de las materias primas, China se desaceleraba y permitía la depreciación de su moneda, mientras EEUU, única zona del mundo desarrollado con demanda sólida y dinámica, se resistía a aceptar subidas del dólar excesivas que permitiesen a otros países crecer más a costa de su sector de bienes comerciables. Pues bien, en estas condiciones, **un impulso fiscal significativo desde EEUU podría convertirse en una palanca de crecimiento económico importante para el resto del mundo. No sólo por el aumento del comercio mundial que podría conllevar, sino sobre todo por las expectativas de inflación**, que (trasladadas a otras zonas del mundo) animarían el gasto y atenuarían el lastre que la deuda supone sobre las economías japonesa y europea, en especial si el impulso se inscribe en el marco de una política económica medianamente creíble que evite la depreciación del dólar.

El premio Nobel de economía Paul Krugman llevó a cabo un análisis de la situación de trampa de liquidez vivida por la economía japonesa (aplicable por analogía a la europea) en el que concluía que, en una situación económica de estas características, las autoridades económicas debían promover ser irresponsables en el futuro, generando inflación, como vía para evitar el atesoramiento de efectivo y volver a poner en funcionamiento el motor de la economía. En una economía mundial, especialmente en Europa y Japón, necesitada de cierta "irresponsabilidad", la política económica del nuevo gobierno de EEUU podría ser el agente irresponsable necesario para generar la inflación que el mundo necesita. La reaparición de las expectativas de inflación sería, de este modo, el principal canal de transmisión favorable, pues ello es esencial para animar el gasto y (caso de materializarse) para reducir la carga de la deuda. Todo lo cual podría terminar por favorecer el gasto en inversión directamente a través de mayor inversión pública e, indirectamente, a través de un mayor gasto del sector público y de los hogares, mejora de las expectativas sobre la demanda y, por ende, de la inversión empresarial.

A lo anterior hay que añadir el fuerte recorte de producción llevado a cabo en el seno de la OPEP, que ha situado el precio del barril de crudo Brent de petróleo en el entorno de 55-60 dólares, lo que ya está teniendo un fuerte efecto en la subida de los precios. El acuerdo de la OPEP supondrá un cierto impulso al precio del crudo y eso va a suponer una presión inflacionista añadida en los próximos meses. Después de un periodo de dos años en que el crudo ha sesgado a la baja los precios, vamos a entrar ahora en un periodo en que va a suceder exactamente lo contrario. En el caso de la economía española, la fuerte subida del precio del petróleo ya ha tenido importantes efectos. El gráfico 42 recoge la reciente subida de la inflación en España hasta el 1,6% en diciembre, mientras se mantiene en el entorno del 1% la inflación subyacente.

Gráfico 42. Tasa de inflación e inflación subyacente en España



Fuente: Banco de España

Ahora bien, el indicador adelantado del IPC sitúa su variación anual en el 3% en enero, lo que representa más de un punto por encima de inflación registrada en diciembre, si finalmente se confirma.

La victoria de Donald Trump podría ayudar a rebajar la probabilidad de que se consolide un escenario de estancamiento secular. En efecto, **Trump ha prometido hacer fundamentalmente tres cosas: una política fiscal expansiva, proteccionismo comercial y mayor control de la inmigración. Y, si esos tres tipos de políticas tienen algo en común es que son inflacionistas (y quizá, incluso significativamente inflacionistas**, en un contexto de pleno empleo como en el que se encuentra la economía americana). Así las cosas no sería extraño poder observar tasas de inflación por encima del 2,5% en EEUU a comienzos de 2017 y en el entorno del 1,5% en la zona euro durante la primera mitad de 2017. Resta saber el impacto de unos mayores tipos de interés en una economía mundial sobreendeudada, si bien la mayoría de indicadores apuntan también hacia un mayor crecimiento del PIB mundial en comparación con los últimos años y una mayor inflación.

En la medida que el conjunto de la economía mundial se beneficie de una mayor demanda de consumo y de inversión, más altas serán las probabilidades de que se produzca un mayor equilibrio entre ahorro e inversión y, por ende, más sencilla será la gestión de una economía en la cual los tipos de interés nominales abandonen el límite de cero y dejen de ser un inhibidor crónico de la actividad económica que mantiene nuestras economías alejadas de su potencial.

Sobre **axesor**

axesor es una empresa de servicios, **especialista en el suministro de calificaciones y de conocimiento empresarial, financiero y de marketing**. Nuestra apuesta por el rigor y la sofisticación nos ha llevado a convertirnos en la **primera empresa española que consigue ser registrada como Agencia de Rating Europea**.

Nuestros objetivos son:

- *Facilitar el acceso a nuevas fuentes de financiación y ayudar al crecimiento del negocio de empresas, gracias a la entrada en los mercados de capitales y una mejor salida a los mercados internacionales.*
- *Aportar conocimiento y una visión exhaustiva del entorno, que facilite la toma de decisiones empresariales tanto en la gestión del riesgo comercial, como en la optimización de recursos.*
- *Facilitar la prospección comercial y desarrollo de clientes, localizando al público objetivo deseado y ampliando el conocimiento sobre el actual.*

Si quiere conocer otras Hojas de Análisis o materiales de nuestro Gabinete de Estudios Económicos, entre en:

www.axesor.es/gabinete-estudios-economicos-axesor



Si desea más información, consulte en:

Web | www.axesor.es

Blog | www.axesor.es/blog

LinkedIn | www.linkedin.com/company/axesor

Facebook | www.facebook.com/axesor

Twitter | @axesor

buzoncliente@axesor.es | 902101033

Copyright © 2017 AXESOR CONOCER PARA DECIDIR, S.A. Todos los derechos reservados.

Esta publicación está protegida por derechos de autor. No está autorizada su difusión sin la previa autorización por escrito de AXESOR. Queda prohibida divulgar ningún contenido ya sea total o parcial de la publicación en ningún tipo de soporte ni facilitarla a terceros, ni trasladar, comunicar, transferir, ceder, subarrendar, sub-licenciar, vender o realizar cualquier otro acto de disposición de los datos o información contenida en la misma, ya sea de forma gratuita u onerosa, ni alterar, transformar o tergiversar de cualquier forma, total o parcialmente, la publicación; así mismo, tampoco podrá copiar y/o duplicar o incorporar a base de datos, la publicación haciendo extensiva esta prohibición a la copia de la misma, una vez modificada y/o fusionada, así como a la creación de ficheros que contengan total o parcialmente la información contenida en la publicación. La publicación y su contenido no se utilizarán para ningún propósito ilegal o no autorizado por AXESOR.

