

El dinero en 2033

Cómo nos financiaremos y ahorraremos



España 2033

Este informe está englobado en la colección ‘España 2033’, una serie de documentos que pretenden anticipar el futuro para tomar hoy las decisiones que afectarán a nuestro mañana. ‘España 2033’ es una iniciativa del programa Crecimiento Inteligente.



Este informe ha sido coordinado por Luis Maldonado, director general del Centro del Sector Financiero de PwC e IE Business School.

El centro es una apuesta conjunta de ambas instituciones para crear un organismo de referencia en materia de divulgación e investigación financiera, que analice los retos que afrontan las entidades en España y en el mundo en su actual proceso de transformación.

Índice

Executive summary	4
Resumen ejecutivo	7
Europa y España en el mundo	
El cambio de paradigma en el orden mundial	11
La financiación de la economía española	
Las nuevas necesidades de un país más abierto	21
La financiación empresarial	29
El ahorro y la financiación de las familias	57
La inversión en infraestructuras	72
¿Cómo preparar a España para el 2033?	83
Bibliografía	88
Índice de cuadros	90
Informes de la colección España 2033	92
Contactos	93

Reflexiones

El 'bitcoin', entre la anarquía y la eficiencia digital	17
Oxígeno financiero para las pymes	43
Los 'family offices' también financian empresas directamente	52
Shadow banking, el gigante anónimo	54
El problema de la educación financiera	63
La cascada de reformas de las pensiones	67
Europa tiene un plan	82

Executive summary

In 2033, the Spanish economy will be financed in a very different way to how it is at present. The trends that we are currently observing indicate that there will be a change in the paradigm in two main respects:

- The distribution of economic influence throughout the world. The transfer of power between developed and developing countries is already resulting in the displacement of the geo-economic axis towards the Asia-Pacific region, with China appearing as the main player. The United States and above all, Europe and Japan, will give way to the new emerging powers. This movement, which is expected to accelerate over the next two decades, will result in significant changes in trade flows and investment; it will also be reflected in the changing map of global financial centres. Places such as Shanghai, which do not currently play a very significant role, are expected to compete with cities such as New York, London and Hong Kong. Over the long term, the Chinese yuan may also threaten the current duopoly in the currency system, based as it is on the hegemony of the dollar and, to a lesser extent, the euro. The appearance of virtual currencies, such as the bitcoin, which is strengthening its position as a means of electronic payment, will also influence the configuration of the new paradigm for international transactions.
- The regulatory framework of the financial system. Any long-term analysis about global financing has to take into account the transformation that is currently taking place in terms

of banking regulation and supervision. The clearest example is the Banking Union, which the European countries have created as their response to the problems of fragmentation identified in credit institutions during the financial crisis. If forecasts are accurate, the Banking Union should have been fully deployed by 2033 and should have shaped a safer and more stable financial system. At the same time, increasing demands on capital, liquidity and the control of risk may lead to a reduction in the size of the European financial sector, with the resulting contraction of credit activity, which would benefit other forms of financing.

In this likely scenario, the Spanish economy can also expect to undergo some substantial changes over the medium and long-term. Its growth rate over the next twenty years will be moderate. The level of investment will be lower than during the last phase of economic expansion, which means that it will be possible to finance it through domestic savings and so the current account deficit will no longer be structural by nature. This projection is based on the good performance of the balance of trade during the crisis. Exports are expected to grow by more than imports over the next two decades, and the Spanish economy will strengthen its position as a net exporter of goods and services.

The fuse of internationalisation

The improvement in the balance of payments will most likely go hand in hand with greater openness to overseas

trade. Recent experience in terms of the internationalisation of the Spanish economy and its companies, which have made significant efforts to expand overseas, indicates that this trend will continue in the coming years. Moreover, that is what Spanish executives expect will happen, with 70% of them believing that their companies will be more international by 2033.

If this hypothesis is confirmed, then there will probably be changes in the ways that are companies financed, because internationalisation acts like a fuse for companies to diversify their sources of finance. Expansion overseas means companies get bigger (the inverse also happens: large companies are more international) and both of these characteristics facilitate, in many cases, the search for alternatives to bank financing, including listing on the stock exchange, the issuance of corporate debt and private equity.

The expected diversification of business financing is a trend that is also well-regarded by political and economic institutions, which believe that it stimulates competition and innovation, strengthens the capital structures of companies and facilitates long term investment, which forms the basis of sustainable economic growth.

Greater access to non-bank financing is especially desirable in the case of Spain, which is one of the Western countries that least relies on it. The dependency on bank financing has been relentless in the recent history of the Spanish economy. During the boom years, that dependency worked, because the existence of easy and abundant credit allowed many

business investment projects to be financed, although at the expense of a high level of indebtedness. However, when the crisis hit, entities suddenly found themselves facing liquidity restrictions in the wholesale markets, as well as serious bad debt problems, and the circuit for granting loans collapsed (especially for SMEs), which made the recession more profound and long lasting.

Alternatives to the addiction

Are there any robust alternatives to the historic addiction that Spanish companies have had to bank credit? There are a variety of alternative financing mechanisms available, but most are underdeveloped in Spain.

One of the most obvious alternatives is the stock market, which large companies use to obtain financing, but which is less well-known for small and medium-sized companies. Spanish SMEs rarely list on stock exchanges due to: their small size; their insufficient degree of internationalisation; their lack of transparent culture; and their lack of knowledge about the listing process. The Alternative Stock Exchange Market (Mercado Alternativo Bursátil or MAB), aimed at smaller companies, was created precisely to bridge that gap. To date, its results have been modest, in part because its launch coincided with the economic crisis. But looking ahead to the future, it is regarded as an essential instrument for SMEs to channel their access to capital markets.

Another obvious alternative is the issuance of corporate securities or bonds. However, this mechanism has two sides.

On the one hand, it has been under-used by Spanish companies in the past, even by larger ones, and investors have not really taken it into account in their portfolios. However, in 2013 and 2014, companies showed a renewed interest in these types of issues, in parallel with the improvement in economic indicators and the recovery in confidence in the Spanish economy, which indicates that it could become an important financing instrument.

Beyond the securities and equity markets, companies have a number of other alternatives such as the various types of private equity on offer or the so-called direct lending products (when loans are granted by investment funds), which generated numerous transactions in Spain in 2014. It is also worth highlighting the emergence of crowdfunding or the mechanism for collective financing, which may become an attractive instrument for companies, not only because of the volume it offers (it is based on micro-contributions), but also because of its ease of use, given its elasticity and good fit with the Internet eco-system.

The financing of infrastructure investment warrants its own chapter in this report. This is a mature sector, due to the mass investment conducted during the boom years of the Spanish economy and so its growth prospects are modest. From a financing perspective, public contributions are expected to decline, since it is likely that budgetary restrictions will remain in place over the medium term. Changes in private financing are also expected, due to the loss of project finance (bank debt) as a

go-to resource and the appearance of complementary financing methods.

More savings, deeper markets

The expected increase in non-bank financing for business projects over the next twenty years will also depend on families saving more – another theme that we dedicate particular attention to in this report.

Spanish families will, in effect, have to save more in the future, above all as a result of the insufficiency of the pension system, which is one of the factors that has contributed to such a decisive extent to the slow down in the savings rate in the past. The progressive ageing of the population is expected to result in a reduction in the purchasing power of pensions, which will force citizens, above all, the youngest, to save more and for longer, and to rely on complementary retirement plans. Another key element of the changes that we can expect in the composition of family savings is the destruction of the myth that housing is a star investment product. The explosion of the real estate bubble clearly illustrated that property prices can decrease and it is conceivable that Spaniards will look for other ways of investing their money in the future, such as investment funds.

The increased level of saving and its focus on less conservative and more liquid products will give depth to the capital markets and will generate more movement in the financing circles of Spanish companies, which will contribute to the expansion of the economy.

Resumen ejecutivo

La financiación de la economía española en 2033 se moverá en un escenario distinto al actual. Las tendencias que se observan en la actualidad apuntan a un cambio de paradigma en dos aspectos:

- El reparto de la influencia económica en el mundo. La transferencia de poder entre los países desarrollados y las economías emergentes se está traduciendo en el desplazamiento del eje geoeconómico hacia la zona de Asia-Pacífico, con China como principal referente. Estados Unidos y sobre todo Europa y Japón ceden protagonismo a las nuevas potencias emergentes. Este movimiento, que previsiblemente se acelerará en las próximas dos décadas, inducirá cambios profundos en los flujos comerciales y de inversión, y también tendrá su reflejo en el mapa de los centros financieros mundiales. Plazas como Shanghai, que en la actualidad tienen un papel poco relevante, están llamadas a competir con Nueva York, Londres y Hong Kong. A largo plazo, también el yuan puede llegar a comprometer el actual duopolio del sistema de divisas, basado en la hegemonía del dólar y, a cierta distancia, del euro. La aparición de monedas virtuales, como bitcoin, que se está consolidando como medio de pago electrónico, también influye en la configuración de un nuevo paradigma en las transacciones internacionales.
- El marco regulatorio del sistema financiero. Cualquier análisis de largo plazo sobre la financiación a nivel internacional tiene que tener en cuenta la transformación que se está produciendo en la regulación y la supervisión bancarias. El ejemplo

más evidente es la Unión Bancaria, que es la respuesta que han dado los países europeos a los problemas de fragmentación financiera detectados en el seno de la zona euro. Si se cumplen las previsiones, la Unión Bancaria estará completamente desplegada en 2033 y debería configurar un sistema financiero más seguro y estable. Al mismo tiempo, las mayores exigencias de capital, liquidez y control del riesgo podrían provocar una reducción del tamaño de la industria financiera europea, con la consiguiente contracción de su actividad crediticia, en beneficio de otras fórmulas de financiación.

En este escenario probable, la economía española también está abocada a cambios sustanciales en el medio y largo plazo. Su crecimiento en los próximos veinte años será más moderado. Su nivel de inversión también será inferior al de la anterior etapa de expansión económica, lo cual hará posible que pueda ser financiada con ahorro interno, por lo que la balanza por cuenta corriente dejará de ser deficitaria con carácter estructural.

Esta proyección se basa en el buen comportamiento de la balanza comercial durante la fase de la crisis. Se espera que en las próximas dos décadas las exportaciones crezcan más que las importaciones y que la economía española se consolide como una exportadora neta de bienes y servicios.

La espoleta de la internacionalización

Al mayor equilibrio de la balanza de pagos se añadirá, probablemente, una mayor apertura al exterior. La

experiencia reciente de internacionalización de la economía y de las empresas españolas, que han hecho un gran esfuerzo por salir fuera, invita a pensar que esa tendencia se prolongará en los próximos años. Así lo esperan también los directivos españoles, el 70% de los cuales creen que su empresas serán más internacionales en 2033.

De confirmarse esa hipótesis, es probable que haya cambios en la forma de financiarse de las empresas, porque la internacionalización actúa como una espoleta para que las empresas diversifiquen sus fuentes de financiación. Salir al exterior genera tamaño (también ocurre a la inversa: las empresas grandes son más internacionales), y ambos rasgos facilitan en muchos casos buscar fórmulas distintas de la financiación bancaria, como la salida a los mercados de capitales, la emisión de deuda corporativa o el capital riesgo.

La esperada diversificación de la financiación empresarial es, por lo demás, una tendencia bien vista por las instituciones políticas y económicas, que creen que estimula la competencia y la innovación, refuerza la estructura de capital de las empresas y facilita la inversión a largo plazo, que es la base del crecimiento económico sostenible.

El mayor recurso a la financiación no bancaria es especialmente deseable en el caso de España, que es uno de los países occidentales donde menos se emplea. La dependencia de la financiación bancaria es una constante de la historia reciente de la economía española. Durante la etapa de expansión, esa dependencia funcionó, porque la existencia de crédito fácil y abundante permitió financiar numerosos proyectos de inversión empresarial, aun a costa de un elevado nivel de endeudamiento. Sin embargo, cuando estalló la crisis, las entidades se



encontraron de repente con restricciones de liquidez en los mercados mayoristas y serios problemas de morosidad, y el circuito de concesión de créditos se colapsó (especialmente para las pymes), lo que hizo más profundo y duradero el agujero de la recesión.

Alternativas a la adicción

¿Hay alternativas sólidas a la adicción histórica de las empresas españolas al crédito bancario? Los mecanismos de financiación disponibles son muy variados, pero están poco desarrollados en España.

Una de las opciones naturales es la de los mercados de valores de renta variable, que sí son utilizados para financiarse por las grandes compañías, pero que resultan poco menos que desconocidos para las pequeñas y medianas empresas. Las pymes

españolas salen poco a bolsa por su escaso tamaño, por su todavía insuficiente nivel de internacionalización, por la falta de cultura de transparencia y por el desconocimiento del proceso de cotización. El Mercado Alternativo Bursátil (MAB), dirigido a empresas de reducida capitalización, se creó precisamente para subsanar esa carencia. Sus resultados son hasta el momento discretos, en parte porque su trayectoria ha coincidido con la crisis económica. Pero de cara al futuro está considerado un instrumento indispensable para canalizar el acceso de las pymes al mercado de capitales.

Otra alternativa natural es la emisión de títulos corporativos o bonos. Este mecanismo ofrece una doble cara. Por un lado, ha sido históricamente infrautilizado por las empresas españolas, incluso por las de mayor



tamaño, y los inversores lo han tenido poco en cuenta en sus carteras. Sin embargo, en 2013 y 2014 se produjo un renovado interés de las empresas por estas emisiones, en paralelo a la mejora de los indicadores económicos y de la recuperación de la confianza de los mercados en la economía española, lo que hace pensar que puede llegar a convertirse en un instrumento de financiación relevante.

También fuera de los mercados de valores, las empresas cuentan con opciones muy variadas, como las distintas modalidades de capital riesgo o el denominado direct lending (concesión de préstamos por parte de fondos de inversión), que en 2014 generó muchas transacciones en España. También es de destacar la irrupción del crowdfunding o mecanismo de financiación colectiva, que puede llegar a ser un instrumento atractivo para las compañías, no tanto por su volumen como por su facilidad de uso, dada su elasticidad y adaptación al ecosistema de Internet.

Capítulo aparte merece la financiación de la inversión en infraestructuras. Se trata de un sector maduro, por la masiva inversión realizada durante la fase de expansión de la economía española, y cuyas perspectivas de crecimiento son modestas. Desde el punto de vista de la financiación, la tendencia es a que la aportación pública disminuya, ante el probable mantenimiento de las restricciones en el medio plazo. También se esperan cambios en la financiación privada, por la pérdida de protagonismo del recurso al project finance (deuda bancaria) y la aparición de fuentes complementarias de financiación.

Más ahorro, mercados más profundos

El previsible incremento de la financiación no bancaria en los proyectos empresariales durante los próximos veinte años se apoyará también en el mayor ahorro de las familias, otro de los temas a los que dedicamos especial atención en este informe.

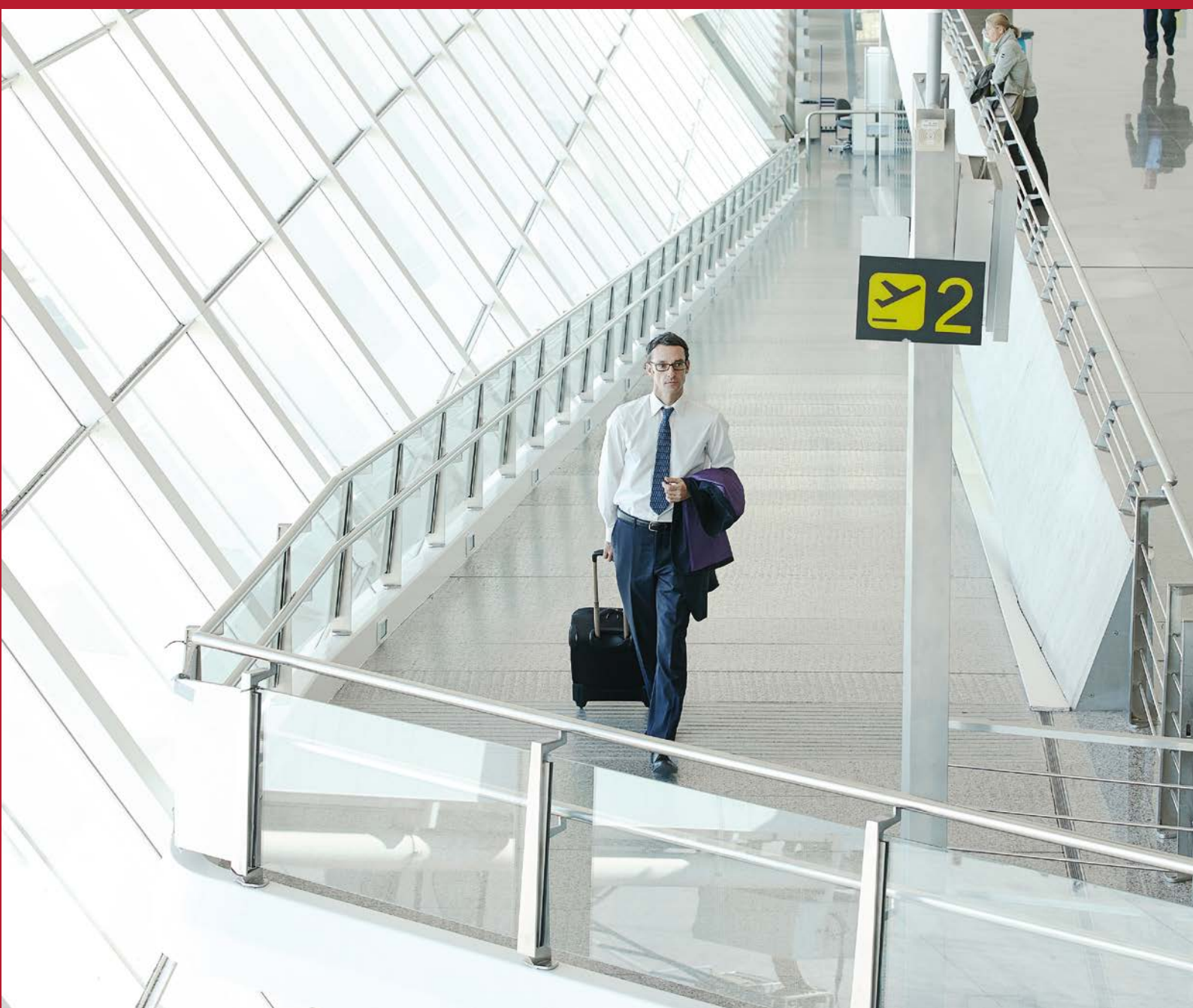
Las familias españolas, en efecto, tenderán a ahorrar más en el futuro, como consecuencia sobre todo de la puesta en cuestión de la suficiencia del sistema de pensiones, uno de los factores que han contribuido de modo decisivo en el pasado a frenar la tasa de ahorro. El progresivo envejecimiento de la población conllevará previsiblemente una caída del poder adquisitivo de las pensiones, lo cual obligará a los ciudadanos, sobre todo a los más jóvenes, a ahorrar más o durante más tiempo, y a confiar en planes complementarios de jubilación. Otro elemento también clave en los cambios que podemos esperar en la composición del ahorro familiar es la destrucción del mito de la vivienda como producto de inversión estrella. El estallido de la burbuja inmobiliaria demostró que los precios de los inmuebles pueden bajar y cabe pensar que los españoles buscarán en el futuro otras maneras de invertir su dinero, como los fondos de inversión.

El mayor nivel de ahorro y su orientación hacia productos menos conservadores y más líquidos darán profundidad a los mercados de capitales y generará mayor movimiento en el circuito de la financiación de las empresas españolas, lo que contribuirá a la expansión de la economía.

1

Europa y España en el mundo

El cambio de paradigma
en el orden mundial



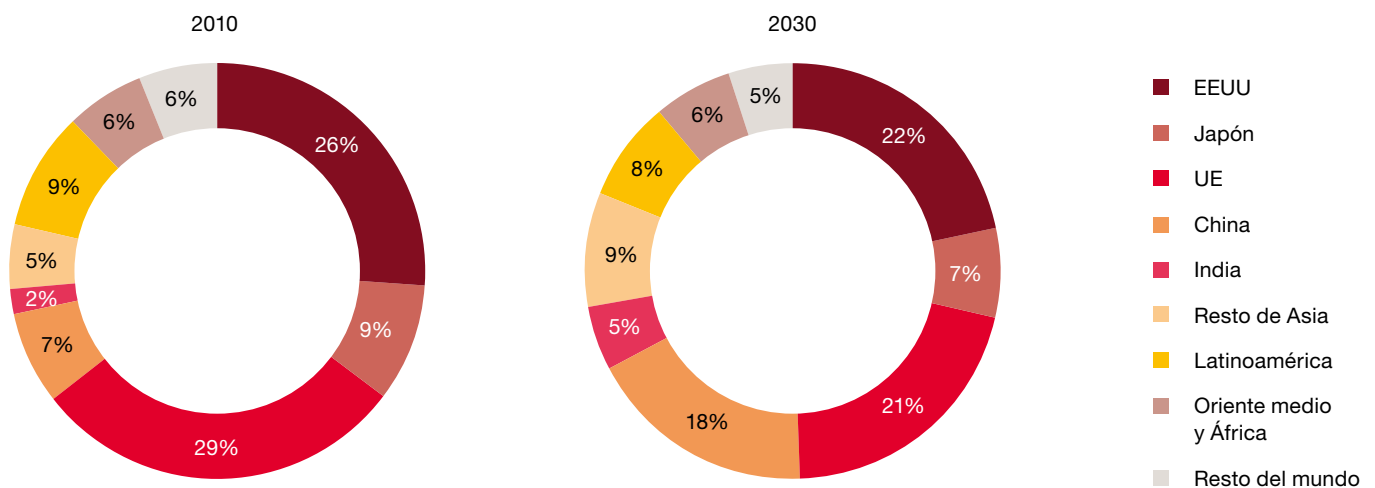
La economía de 2033 será muy distinta a la actual. El cambio en el equilibrio de poderes entre países inducirá profundas transformaciones en las relaciones económicas, en los centros financieros y en los sistemas de divisas, con importantes consecuencias para los flujos de ahorro, inversión y financiación en Europa y en España.

La situación de la financiación de la economía española en 2033 estará determinada en una gran parte por el contexto macroeconómico global y por el marco regulatorio del sistema financiero vigentes en ese momento. En ambos casos, es probable que nos encontremos ante un cambio de paradigma que va a alterar profundamente las relaciones entre los agentes económicos. El principal motor del cambio es la transferencia de poder económico, que ya se está produciendo con claridad, entre Occidente y las economías emergentes, y el desplazamiento del eje de los intercambios comerciales y de inversión hacia la zona de Asia-Pacífico. El futuro mapamundi económico, según el informe de esta misma colección

España en el mundo 2033, elaborado por PwC, tiene los siguientes rasgos:

- China estará cerca de ser, dentro de 20 años, la primera potencia económica del planeta e India se convertirá el país más poblado. Bajo su liderazgo, las economías emergentes dejarán de ser grandes centros de materias primas o de mano de obra barata y se consolidarán como mercados generadores de innovación. Aun así, se espera de ellas un crecimiento económico más moderado que en la última década, por lo que su papel como locomotora mundial disminuirá.
- Europa, al igual que Japón, perderán parte de su protagonismo en el orden económico mundial. La Unión

Cuadro 1.
Distribución PIB mundial



Fuente: PwC "España en el mundo 2033".

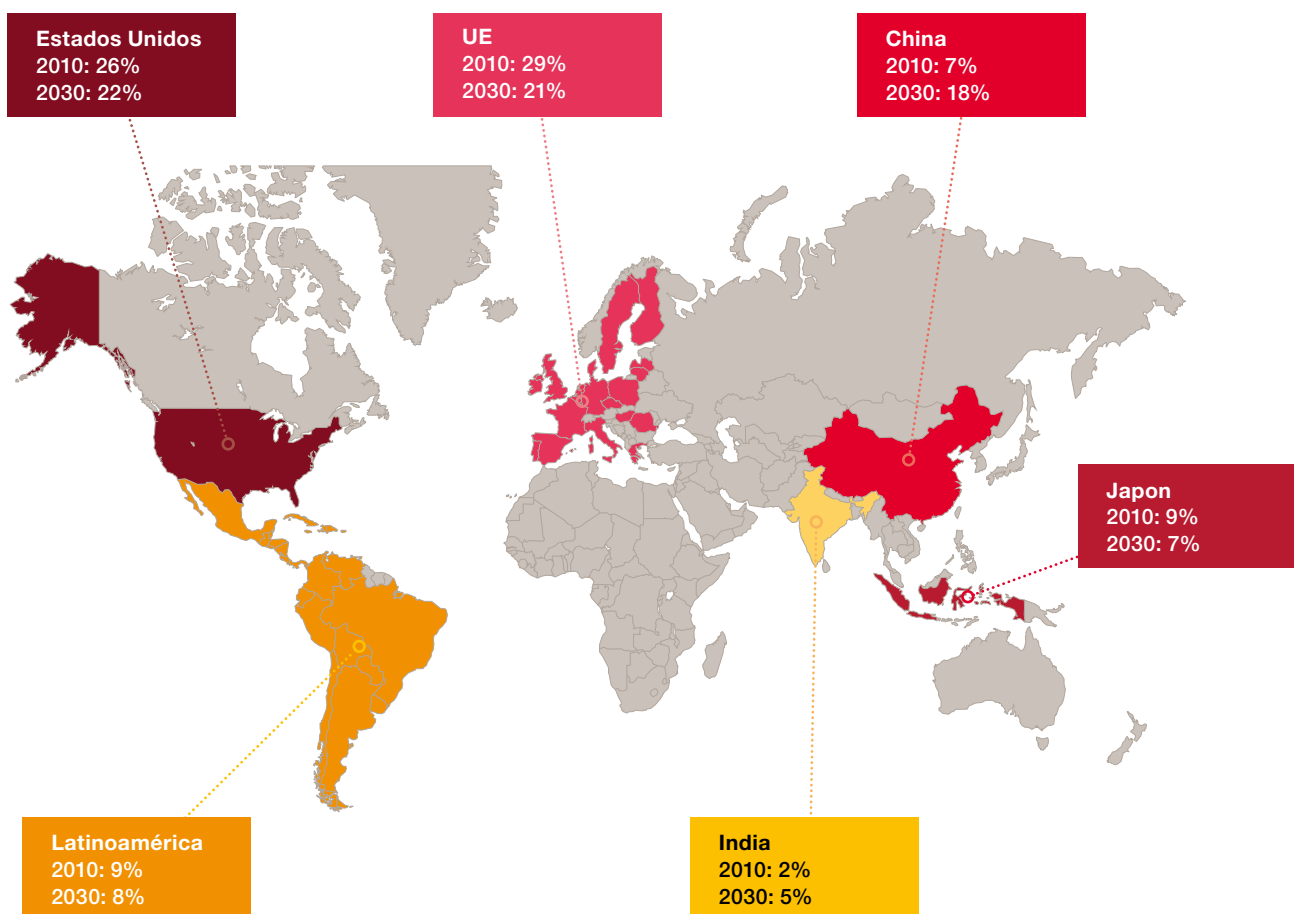
Europea pasa del 29% al 21% del PIB mundial y Japón, del 9% al 7%. En ambos casos se enfrentan a deudas nacionales elevadas con una población envejecida, un potencial de crecimiento limitado y un progresivo debilitamiento de la eficacia de la política monetaria para combatir el desempleo y la inflación.

- Estados Unidos será la excepción occidental y mantendrá un elevado potencial de crecimiento, dada la juventud relativa de su población, el tamaño de su mercado, su capacidad

de integración, la revolución energética y su habilidad para innovar y dejar atrás las viejas industrias. De todas formas, también cederá una parte de su cuota dentro de la producción mundial, que pasará del 26% al 22%.

Otro ejercicio interesante de prospección es intentar inferir en qué medida estos profundos cambios geoeconómicos pueden generar dinámicas distintas de integración económica y de gobernanza a nivel mundial.

Cuadro 2.
Evolución del peso del PIB por zonas



Fuente: PwC "España en el mundo 2033".



Según el informe de PwC, los escenarios posibles son cuatro (gobierno global, bloques regionales, proteccionismo nacional y liberalización total), con distintas repercusiones en el crecimiento económico y en la desigualdad. En este abanico de hipótesis, el escenario más probable sería el del reforzamiento de los bloques regionales, que competirán entre sí con cierta tendencia al proteccionismo. Eso significa que se frenará el proceso de integración comercial, económica y política y que es posible que asistamos en los próximos años a un repliegue de la globalización.

En este escenario, España formará parte de una Europa más cohesionada y homogénea desde el punto de vista fiscal, con mayores recursos presupuestarios comunes y gestionada económicamente por una potente federación encabezada por Alemania. En el lado negativo, es posible prever que las restricciones al comercio internacional (o entre bloques regionales) perjudiquen a la economía española en 2033.

No obstante, dado que sus exportaciones e inversiones se concentran en la Unión Europea y en Latinoamérica, el impacto del modelo será menos desfavorable que en los países más expuestos a otras economías emergentes, como es el caso de Alemania, cuyas ventas al exterior dependen en buena medida de los mercados asiáticos.

Centros financieros: atentos a Shanghái

El giro hacia las economías emergentes tiene su reflejo en la batalla entre las plazas financieras mundiales por imponer su hegemonía. Los centros tradicionales, como Londres, Nueva York o Hong Kong, ya están perdiendo peso y lo seguirán perdiendo en el futuro frente a plazas financieras asiáticas, como Shanghái.

Esta tendencia se observa con claridad en The Global Financial Centres Index, un ranking que mide el desarrollo de las principales plazas financieras con arreglo a distintos criterios (desarrollo del sector financiero, entorno de negocio, infraestructuras, capital humano y reputación). Como se aprecia en el cuadro 3, si comparamos la situación actual con la de 2007, centros europeos como Fráncfort, Zurich y Ginebra ceden terreno en el ranking, mientras otros como, por ejemplo, París y Milán desaparecen del mismo. Sus huecos los llenan Seúl, Shanghái, Shenzhen, Taipei y varias ciudades árabes.

Otros estudios cualitativos también apuntan al creciente atractivo de las plazas financieras asiáticas. De acuerdo con el informe Capital markets in 2025, de PwC, que está basado en los resultados de encuestas realizadas entre directivos de las principales empresas a nivel mundial, los mercados de capitales asiáticos tienden a comer el terreno a los tradicionalmente

dominantes, como Nueva York, Londres o Hong Kong. Shanghai sería, según los consultados, el mercado más atractivo para las compañías que decidan empezar a cotizar.

El previsible avance de las plazas financieras emergentes está relacionado con el gran número de empresas de estos

países que aún no han salido al mercado y que lo harán en los próximos años. Estas compañías, presumiblemente, elegirán para empezar a cotizar a sus propios mercados, lo que les ofrece un gran potencial de crecimiento.

Fráncfort es un caso especial. Su evolución futura como centro financiero

Cuadro 3.
Principales plazas financieras en el mundo 2007-2014

Ranking centros financieros, 2007		Ranking centros financieros, 2014	
1	Londres	1	Nueva York
2	Nueva York	2	Londres
3	Hong Kong	3	Hong Kong
4	Singapur	4	Singapur
5	Zurich	5	San Francisco
6	Frankfurt	6	Tokio
7	Sidney	7	Zurich
8	Chicago	8	Seúl
9	Tokio	9	Boston
10	Ginebra	10	Washington D.C.
11	París	11	Toronto
12	Toronto	12	Chicago
13	San Francisco	13	Ginebra
14	Boston	14	Vancouver
15	Edimburgo	15	Luxemburgo
16	Islas Caiman	16	Frankfurt
17	Hamilton (Bermuda)	17	Dubai
18	Melbourne	18	Montreal
19	Islas del Canal	19	Abu Dhabi
20	Washington D.C.	20	Shangai
21	Montreal	21	Riyad
22	Dublín	22	Catar
23	Amsterdam	23	Sidney
24	Shangai	24	Melbourne
25	Dubai	25	Shenzhen
26	Luxemburgo	26	Calgary
27	Vancouver	27	Taipei
28	Madrid	28	Busan
29	Estocolmo	29	Mónaco
30	Milán	30	Viena

Fuente: *The Global Financial Centres Index*.

de primer orden está vinculada al desarrollo de la Unión Bancaria y a la consolidación como supervisor único del Banco Central Europeo (BCE), que tiene su sede en la ciudad alemana y que ejerce una gran influencia en la actividad financiera de la zona del euro.

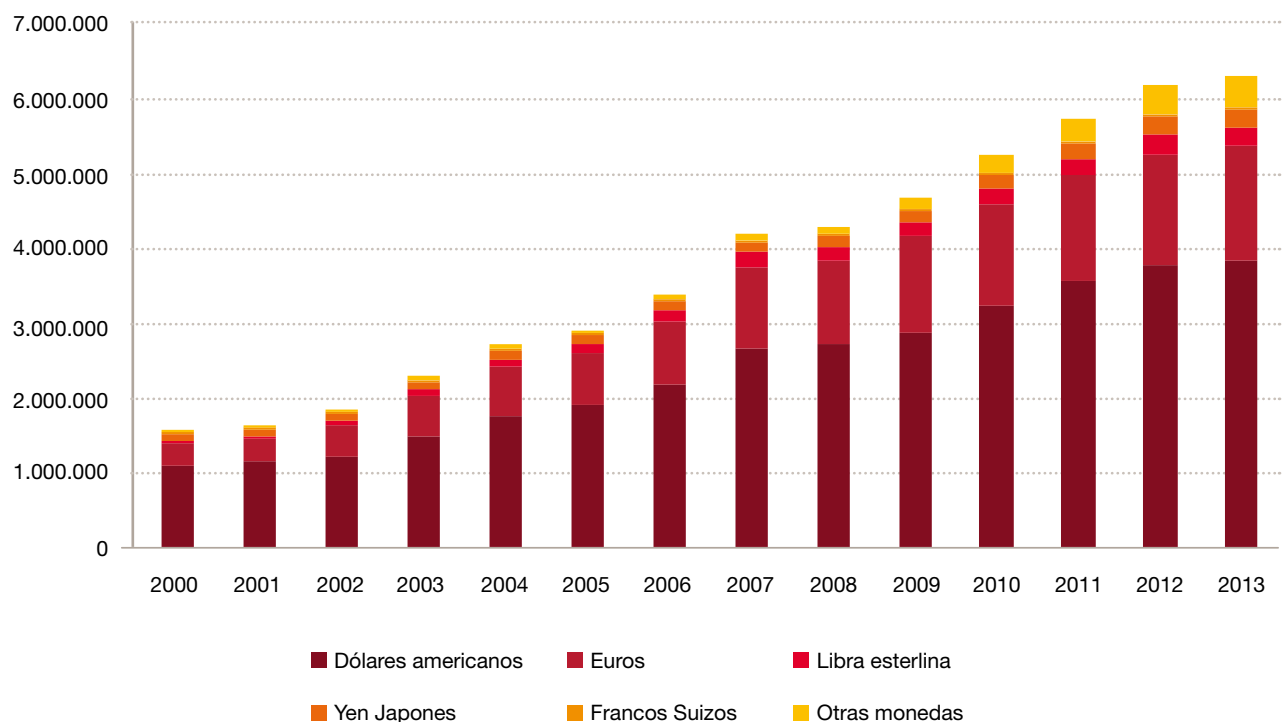
¿El fin del duopolio en el sistema de divisas?

Las variaciones previstas en el orden económico mundial también llevarán aparejados cambios en el sistema monetario internacional. Sin embargo, en el ámbito de las divisas el número de jugadores que compiten en el mundo es más reducido que en el caso de los centros financieros, y el debate que se

plantea con vistas a 2033 es por lo tanto más sencillo: ¿llegará el yuan a convertirse en una moneda de reserva como el dólar y el euro?

El análisis de la composición actual de las reservas de moneda extranjera (ver cuadro 4) sugiere que, a corto y medio plazo, la posibilidad de que la divisa china tenga un papel protagonista en los mercados internacionales es remota. Los cambios en el escenario son lentos y ahora mismo el dólar, de forma muy destacada, y el euro, que se ha hecho un hueco importante desde la su creación en 1999, son las dos únicas monedas que pueden considerarse de referencia a nivel mundial.

Cuadro 4.
Composición monetaria de reservas de moneda extranjera (millones de USD)



Nota: Otras monedas incluye el resto de monedas de curso legal distintas de las incluidas en el gráfico.
Fuente: FMI.

Sin embargo, ese duopolio puede llegar a romperse en el largo plazo, según las previsiones de diferentes organismos internacionales, como el Banco Mundial o el World Economic Forum. El dinamismo de la economía china, la rápida internacionalización de sus empresas y bancos y el propio interés del gobierno chino por promocionar su divisa podrían hacer del yuan, cuyo protagonismo a nivel comercial y de inversión es creciente, una de las monedas de reserva de referencia a nivel internacional. De ser así, hacia 2033 contaríamos con tres monedas de reserva (el dólar, el euro y el yuan). Esta hipótesis se apoya en el hecho de que China, EEUU y Europa constituirán los vértices de un potente triángulo económico, generando estímulos hacia otros países a través del comercio, las finanzas y las inversiones y por tanto

creando una espiral de demanda para sus propias monedas.

Las implicaciones de este escenario potencial son muy variadas. Los inversores de todo el mundo tendrían un mayor abanico de opciones. Es previsible también que durante el periodo de transición hacia un modelo multipolar se produzcan turbulencias en el mercado de divisas. Pero el mayor impacto se produciría en Estados Unidos, que cedería parte de sus prerrogativas como emisor de la principal moneda del mundo. En particular, la pérdida de la hegemonía del dólar (y por tanto de su condición como el refugio más seguro para los inversores) limitaría la eficacia del recurso a imprimir billetes para pagar sus deudas y erosionaría la capacidad del país de financiar a bajo coste su déficit fiscal.

El 'bitcoin', entre la anarquía y la eficiencia digital

En los últimos años, han surgido una serie de mecanismos de pago alternativos a los tradicionales. Aprovechando las plataformas de Internet, las llamadas monedas virtuales han adquirido popularidad a medida que las necesidades de intercambio de bienes y servicios virtuales se han incrementado. El bitcoin forma parte de este grupo de monedas y es la que ha tenido mayor impacto hasta el momento.

El bitcoin es una moneda virtual o medio de pago electrónico que nació en 2008. Su funcionamiento tiene un cierto sesgo libertario, ya que está basado en una red descentralizada, que permite todo tipo de transacciones en cualquier parte del mundo vía peer-to-peer (P2P), sin la intervención de ninguna autoridad central monetaria que regule la emisión de la moneda. Son los llamados mineros (miners, en inglés) los que facilitan y verifican las transacciones a través de un software muy sofisticado de código abierto.

El sistema está concebido para permitir que cualquier usuario pueda realizar una transacción con otro, pero, a diferencia de las operaciones tradicionales de compraventa electrónica, no es necesario dar ningún tipo de información personal. Además, el pago se ejecuta de manera inmediata, sin posibilidad de reclamación a ninguna autoridad institucional. En este sentido, el bitcoin es lo más parecido que hay al dinero en metálico.

El anonimato, junto a la rapidez y el mínimo coste que implica realizar transacciones mediante este sistema, hace que muchos usuarios familiarizados con las nuevas tecnologías consideren que pagar con bitcoins es mejor que hacerlo con divisas tradicionales, mediante transferencia bancaria o con tarjeta de crédito. Su utilización está concentrada en determinadas tiendas online y en las plataformas de juego por Internet.

Su facilidad de uso ha permitido un desarrollo espectacular, aunque también muy volátil, del mercado. Entre enero de 2013, que es cuando realmente empezó a coger fuerza, y noviembre de 2014 su cotización pasó de 13 a 422 dólares (llegó a

estar en 1.151 dólares en diciembre de 2013). En ese intervalo, el valor de todos los bitcoins en circulación creció desde 141 millones hasta 5.700 millones de dólares y el número de transacciones diarias pasó de 25.000 a más de 100.000.

Cuadro 5.

Precio de mercado BITCOIN (USD)



Fuente: Blockchain.

Sin embargo, el éxito ha venido acompañado de algunos incidentes que han restado credibilidad a este sistema de transacciones. En octubre de 2013, el FBI norteamericano cerró Silk Road, un mercado de Internet que operaba exclusivamente con *bitcoins*, por entender que ofrecía cobertura al comercio ilegal. En febrero de 2014 Mt. Gox, un mercado japonés de *bitcoins*, quebró después de que los *hackers* saquearan sus monederos digitales y se llevaran el equivalente a medio millón de dólares. Los recelos de las autoridades económicas han provocado también que los gobiernos de China, Rusia e India hayan impuesto severas restricciones al uso de la moneda virtual.

Con estos antecedentes, ¿cuál es el futuro del bitcoin? Los expertos creen que hay muy pocas posibilidades de que se convierta en una divisa que compita con el dólar o con el euro, ya que no está respaldada por ninguna autoridad y difícilmente puede llegar a convertirse en un medio de acumulación de riqueza. Sin embargo, la tecnología que lo soporta sí podría llegar a consolidarse como medio de pago, teniendo en cuenta su perfecta adaptación al ecosistema de Internet. El bitcoin cubre de modo eficiente una demanda explícita de la sociedad digital, pues permite pagos totalmente interoperables, sin tasas ni comisiones por transacción en un escenario de comercio electrónico sin fronteras territoriales.

Unión Bancaria, muchas ventajas y alguna incertidumbre

El horizonte a largo plazo de la financiación internacional está marcado por la oleada de cambios de regulación y de supervisión que se está produciendo en todo el mundo. El ejemplo más claro es la Unión Bancaria europea, un proceso que se acaba de iniciar y que previsiblemente estará totalmente desarrollado e implantado en 2033.

La Unión Bancaria es la respuesta de los países de la zona del euro a los problemas detectados en el sistema bancario europeo durante la crisis financiera: fragmentación de los mercados, distorsión de los circuitos de crédito, deficiente transmisión de la política monetaria, respuestas nacionales descoordinadas... Se trata, en especial, de romper el vínculo, que se ha demostrado potencialmente perverso, entre el riesgo de los Estados y de las entidades financieras.

Para ello, se ha creado una estructura basada en cuatro ejes:

- Una regulación única. Es un conjunto de directivas y reglas prudenciales armonizadas para reparar la fragmentación normativa de las legislaciones nacionales europeas y reforzar la solvencia de los bancos europeos, a los que se obliga a tener más y mejor capital.
- Un mecanismo único de supervisión. La autoridad supervisora será el Banco Central Europeo, que vigilará directamente las entidades financieras más importantes. Entró en vigor en noviembre de 2014.
- Un mecanismo único de resolución. La autoridad única europea podrá intervenir o liquidar los bancos. El objetivo es que las pérdidas las asuma el sector privado, reduciendo al

mínimo la aportación de fondos públicos. Estará desplegado en 2015, aunque el fondo común que lo apoya no se llenará por completo hasta 2024.

- Una red de seguridad de los depósitos bancarios. De momento, no está en la agenda la creación de un fondo europeo, aunque sí se ha avanzado en la armonización de los fondos nacionales de garantías de depósitos.

El impacto que a largo plazo podemos esperar de esta nueva arquitectura del sistema bancario europeo es muy intenso (también aquí cabe hablar de cambio de paradigma) y tiene varias ramificaciones.

Desde un punto de vista teórico la completa implementación de la Unión Bancaria tiene muchas ventajas y debería configurar un sistema financiero caracterizado por una mayor seguridad y estabilidad (menor probabilidad de quiebras), mayor protección de los clientes (mejor supervisión y cobertura), la ruptura del círculo vicioso entre riesgo bancario y riesgo soberano y la minimización del impacto de una crisis bancaria sobre los contribuyentes.

El mapa bancario europeo también puede sufrir importantes modificaciones. A medio plazo cabe prever un proceso de reestructuración y concentración en el sector bancario, especialmente a través de fusiones transfronterizas entre entidades de la eurozona. La concentración bancaria tendría importantes ventajas para la internacionalización de las empresas españolas, que podrían beneficiarse de mayores facilidades al operar con un mismo banco en varios países o con entidades nacionales que tengan acuerdos de colaboración entre sí.

Otra posibilidad es que la Unión Bancaria genere a largo plazo una reducción del tamaño de la industria financiera europea, aunque en este punto hay

opiniones divergentes. En teoría, con el nuevo marco regulatorio las entidades han de tender a ajustar sus balances y a disminuir su exposición al riesgo para desarrollar modelos de negocio más seguros y sostenibles en el tiempo.

Esta reducción del tamaño de la industria financiera, si se confirma, redundaría en un menor protagonismo de su actividad crediticia, en beneficio de otras fórmulas de financiación. Como veremos en los siguientes capítulos, en la actualidad en torno al 50% de la financiación de las empresas europeas y casi el 80% en el caso de España procede de fuentes bancarias, mientras que en Estados Unidos la proporción es del 30%.

La incertidumbre que planea sobre el nuevo modelo es si los bancos europeos van a ser capaces de adaptarse a las crecientes exigencias regulatorias, manteniendo al mismo tiempo su actividad crediticia y unos niveles suficientes de rentabilidad. En esa tesitura, las entidades deberán probablemente buscar nuevos modelos de negocio, más livianos en costes y más eficaces, que les permitan preservar el delicado equilibrio que ha de existir entre sus obligaciones de solvencia, su función como instrumentos para facilitar el crecimiento económico y las legítimas demandas de remuneración de sus accionistas.

2

La financiación de la economía española

Las nuevas necesidades de un país más abierto



En los próximos veinte años España tendrá un patrón de crecimiento económico moderado, con inversiones más selectivas y una mayor inclinación hacia el exterior. En este escenario, las empresas, que hasta ahora han confiado fundamentalmente en la financiación bancaria, tenderán a diversificar sus fuentes de captación de fondos. También se esperan cambios en el ahorro familiar, que se enfocará menos a la compra de vivienda y más a complementar las pensiones futuras.

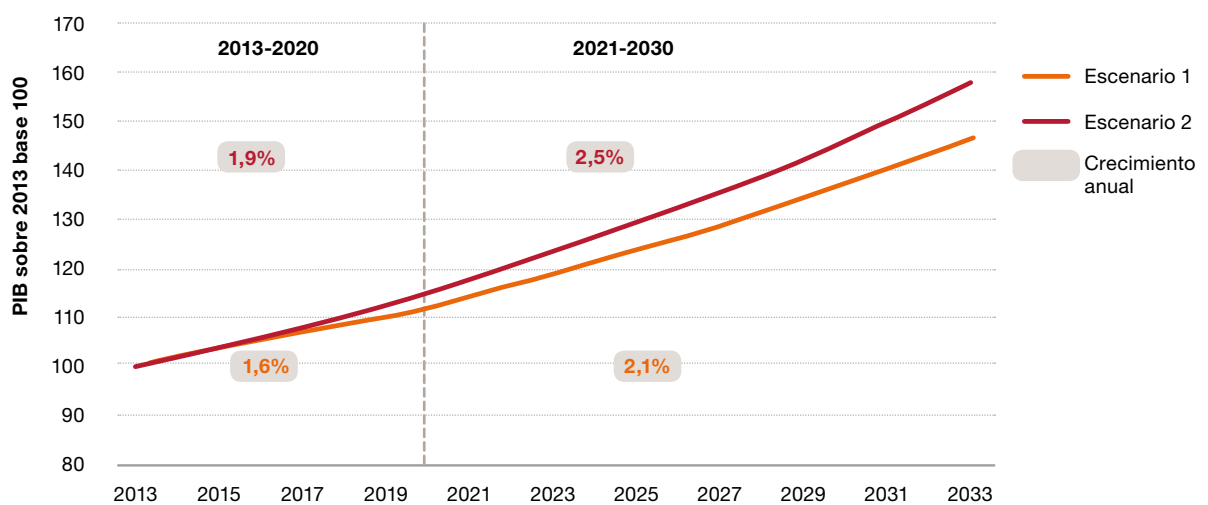
La economía española crecerá de forma moderada y creciente durante las dos próximas décadas, según el informe *La economía española en 2033*, elaborado por PwC. El estudio contempla dos escenarios, en función del desarrollo de los factores de crecimiento (cantidad y calidad de trabajo, formación, capital, innovación y comercio exterior), y en ninguno de ellos se recupera el ritmo de crecimiento previo a la crisis, si bien los promedios de aumento del PIB (de entre el 1,6% y el 2,5%) son superiores a la media de los países de la zona del euro.

En este escenario macroeconómico de perfiles suaves, la principal palanca de crecimiento será previsiblemente el

capital. Sin embargo, al contrario que en etapas anteriores, la inversión resultante no será elevada. Será más bien selectiva y se centrará en las tecnologías de la información y comunicación y en los intangibles, lo que es de esperar permita incrementar la productividad de los factores y corregir los excesos de capacidad instalada y de fuerza de trabajo no utilizada que aquejan actualmente a la economía española.

Este nuevo patrón de crecimiento tiene importantes consecuencias desde el punto de vista de la financiación. En los años previos a la crisis, España experimentó un intenso proceso de sobreinversión, que ante la debilidad del

Cuadro 6.
Crecimiento del PIB 2013-2033

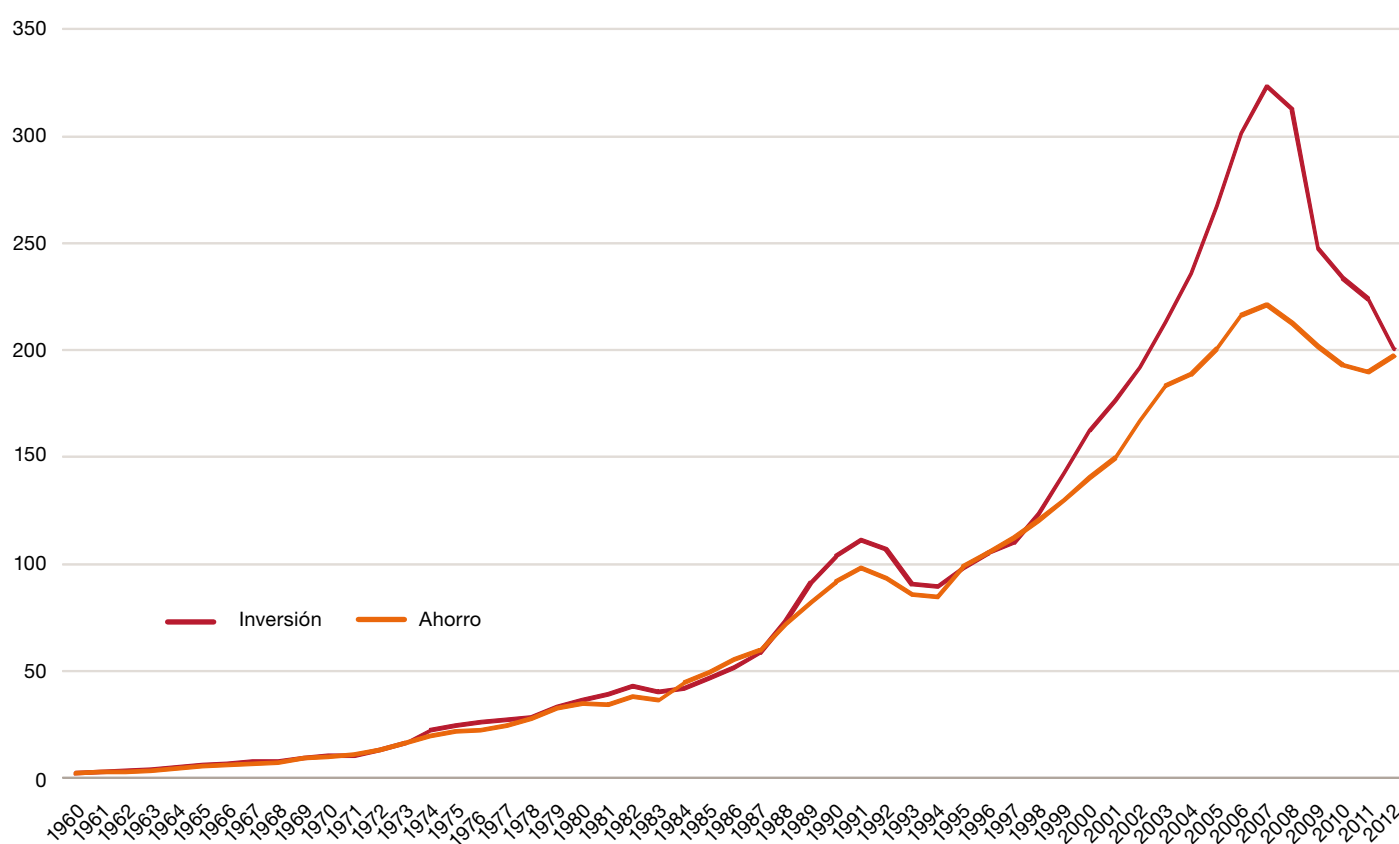


Fuente: PwC "La economía española en 2033".

ahorro interno (ver cuadro 7) debió ser financiado desde el exterior, con el consiguiente impacto negativo sobre la balanza de pagos. En los próximos años, sin embargo, las previsiones indican que no tendremos que recurrir al ahorro

externo de manera permanente porque las inversiones necesarias para el crecimiento de la economía española (más limitadas que en la etapa de expansión, como hemos visto) podrán ser financiadas a través de ahorro nacional.

Cuadro 7.
Ahorro e inversión. España 1960-2012



Fuente: PwC "La economía española en 2033".

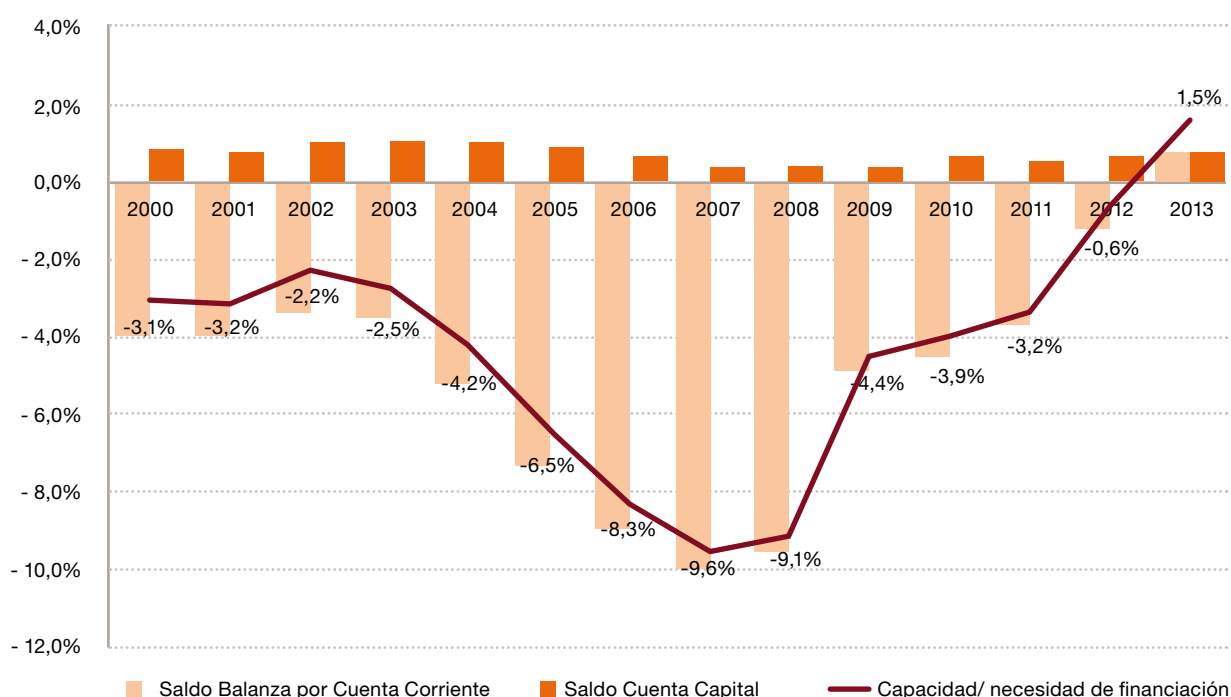
Un déficit no tan corriente

La conclusión de este proceso es que, si se confirman las tendencias actuales, la balanza por cuenta corriente dejará de ser deficitaria de manera estructural. Ya en 2013 se registró el primer superávit de la historia reciente de la economía española (para encontrar el anterior hay que remontarse a 1987), que sumado al tradicional saldo favorable de la balanza de capital hizo posible que España tuviera capacidad de financiación, es decir que prestó dinero al resto del mundo, como se observa en el cuadro 8.

Como se aprecia en el Cuadro 9, la tendencia a exportar ahorro se mantendrá

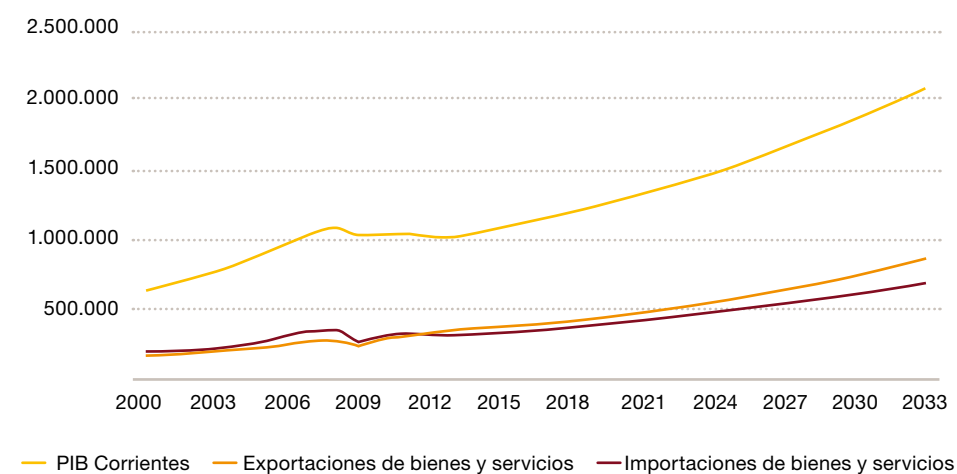
en los próximos años, y se prevé que en el periodo 2013-2033 la balanza por cuenta corriente española sea positiva, según el informe de PwC *España goes global*. Estas proyecciones están basadas en el buen comportamiento de la balanza comercial durante la etapa de la crisis. España es la única gran economía europea que ha conseguido no perder cuota de mercado ante la creciente competencia de los países en desarrollo y se espera que en las dos próximas décadas se consolide como un exportador neto de bienes y servicios. Las exportaciones crecerán más que las importaciones (un 4,7% frente a un 3,9%), invirtiéndose así su proporción respecto al PIB, y España ganará cuota de mercado en el comercio exterior mundial.

Cuadro 8.
Evolución de la capacidad(+)/necesidad(-) de financiación en España (% PIB)

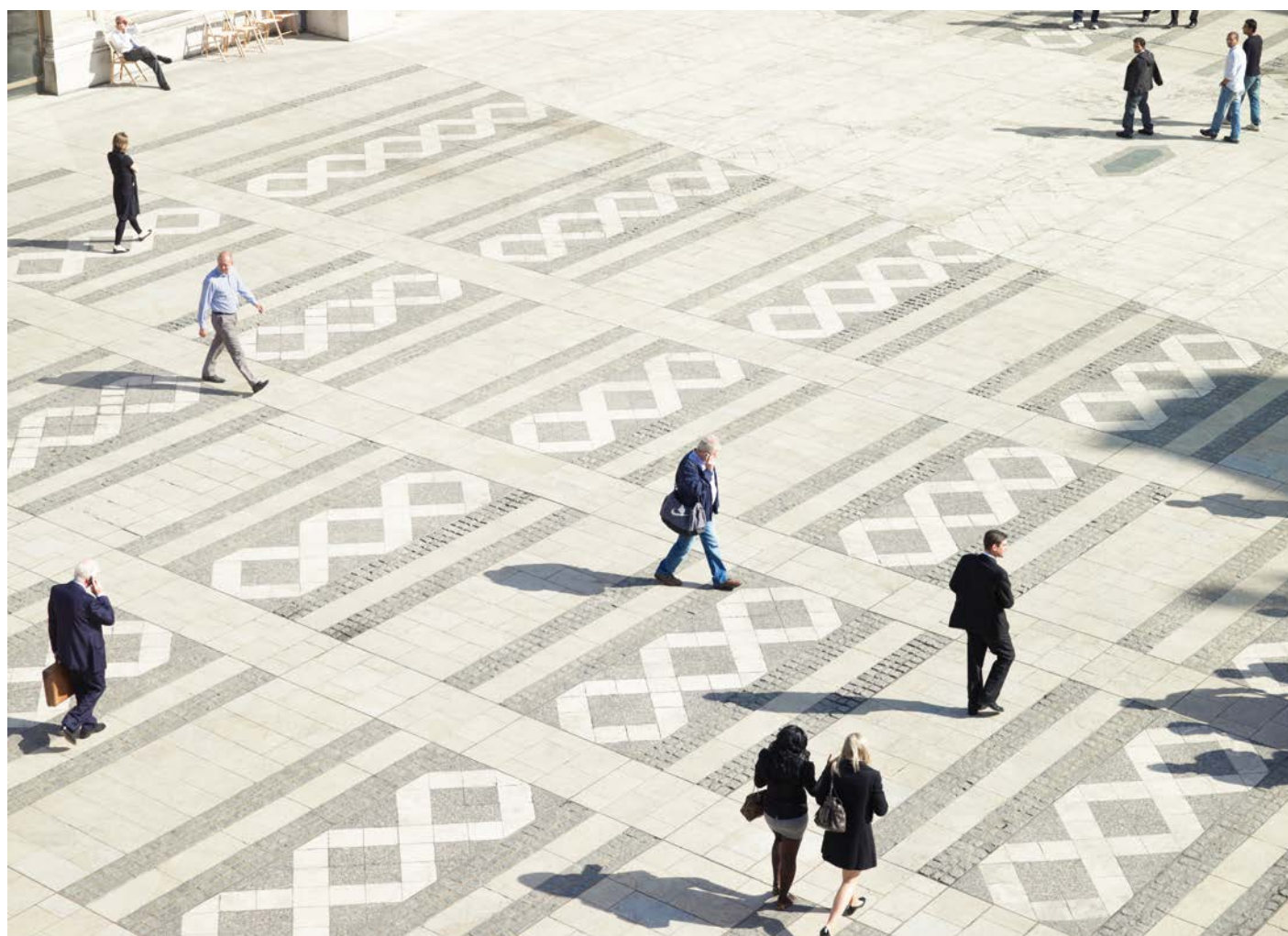


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Boletín Estadístico del Banco de España.

Cuadro 9.
Exportaciones, importaciones y PIB (Millones de €)



Fuente: Informe PwC "España goes global".



Una economía (todavía) más abierta

En ese entorno de saldo exterior favorable, es previsible que la economía española se abra más el exterior. La suma de exportaciones e importaciones sobre el PIB, que es uno de los indicadores del grado de apertura de un país, aumentará hasta un 72% en el periodo 2014-2033.

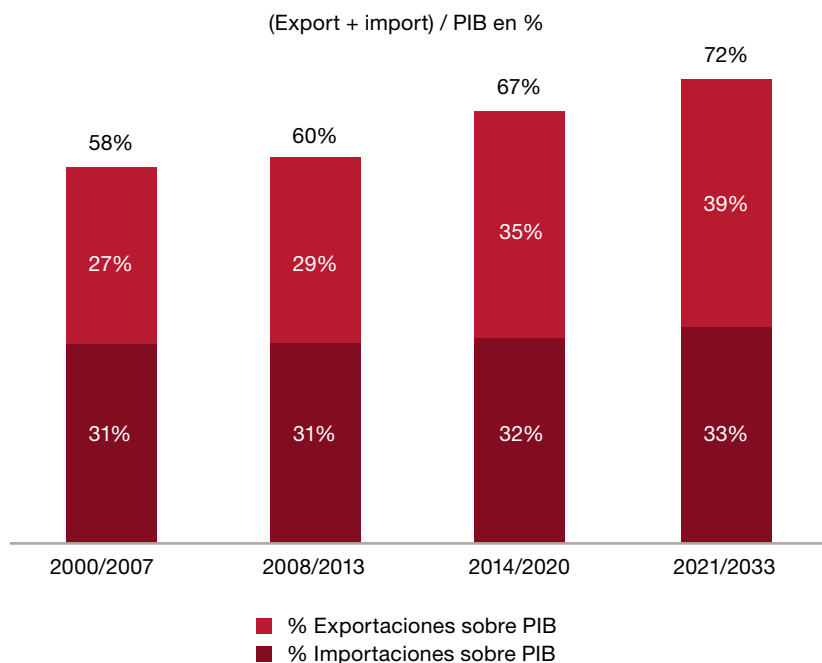
Esta evolución es altamente significativa, porque España ya cuenta con un elevado nivel de apertura económica al resto del mundo, como muestran otros indicadores.

Así, por ejemplo, España es el quinto país en el mundo por su grado de

internacionalización, con una exposición al exterior (suma de comercio exterior e inversión directa) del 166% del PIB, similar a la de Alemania y superior a la de Francia.

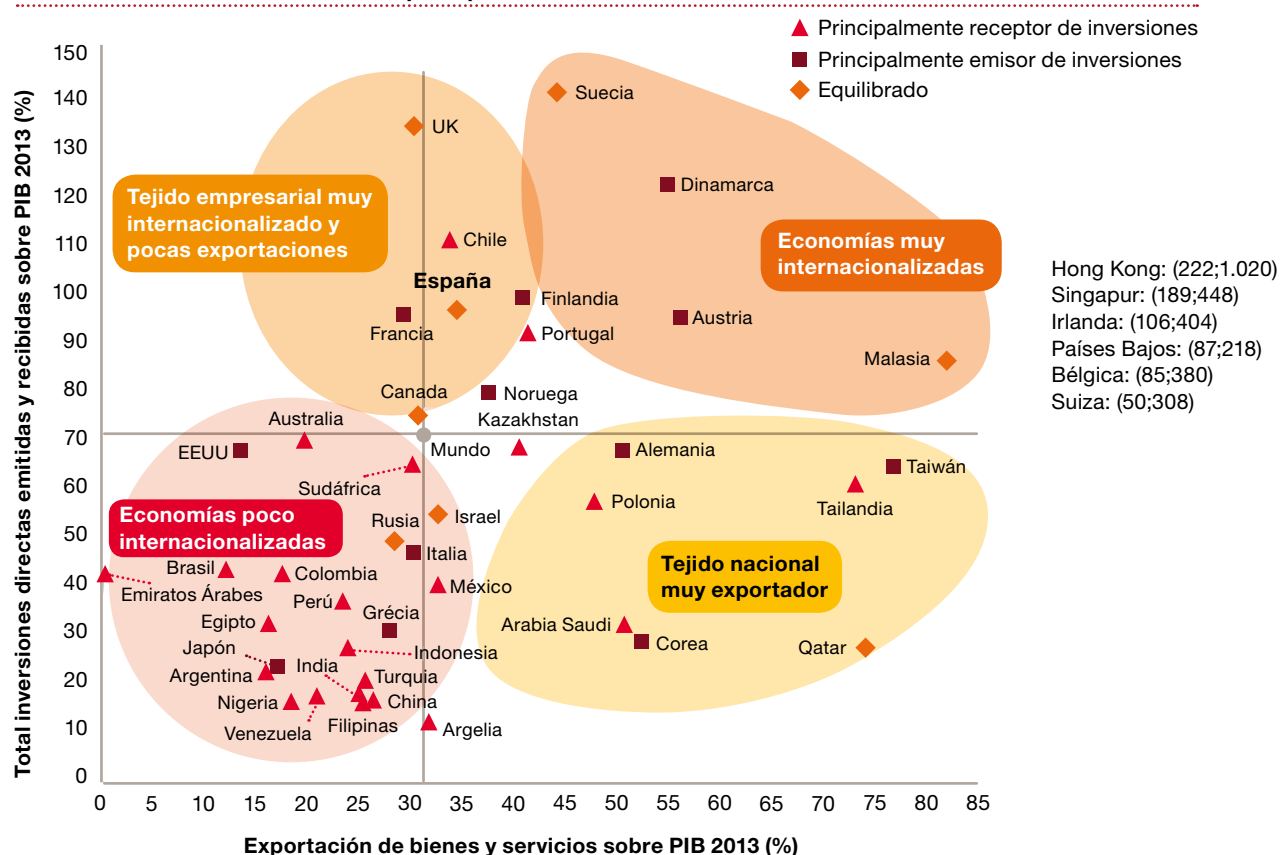
Además, la economía española presenta una dinámica positiva en las ventas al exterior y tiene también un nivel elevado de inversiones y una buena relación entre recepción y emisión. Como se ve en el cuadro 9, España está situada en el cuadrante de economías muy internacionalizadas (con un % de exportaciones y de inversiones superior a la media) y está considerado un país equilibrado desde el punto de vista de la entrada y salida de inversiones, al igual que países como Reino Unido, Canadá o Suecia.

Cuadro 10.
Grado de apertura de la economía española



Fuente: Informe PwC "España goes global".

Cuadro 11.

Perfil de internacionalización de las principales economías mundiales

Fuente: Informe PwC "España goes global".

El alto nivel de internacionalización de la economía española se ha fraguado en los últimos 25 años. La progresión es espectacular. En 1990 no había casi ninguna multinacional española y hoy hay cerca de 2.500, el 66% de ellas pymes. En 2004, solo 15 países albergaban más de 50 filiales de empresas españolas, mientras que ahora son 33. En consonancia, también ha crecido la importancia de España como inversor en el exterior. Ahora ocupa el puesto undécimo en el ranking mundial. En sentido inverso, entre 1990 y 2013 se multiplicó por diez la entrada de inversiones extranjeras en España, que se ha convertido así en el décimo país receptor del mundo.

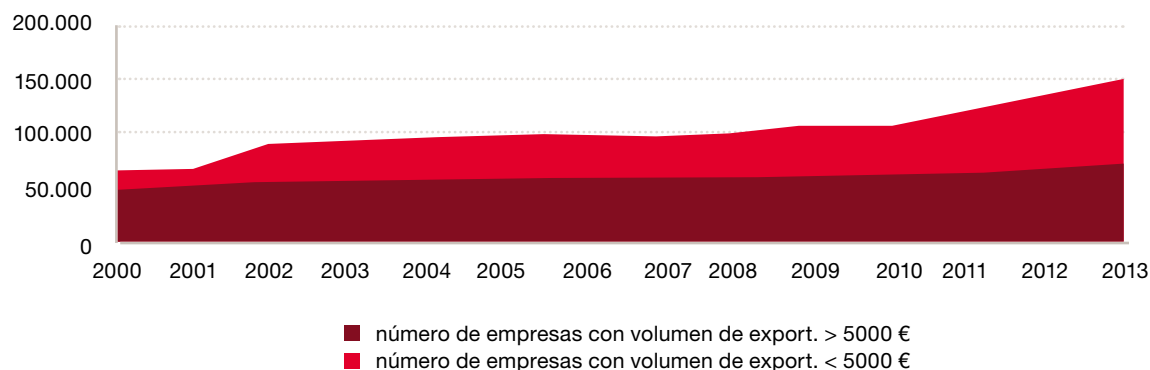
Las empresas españolas han vivido en los últimos diez años un intenso proceso de

internacionalización, que alcanza a todos los tramos corporativos: muchas compañías nacionales se han convertido en internacionales, muchas internacionales en multinacionales y muchas multinacionales han profundizado en su expansión en el exterior.

Esa tendencia se aceleró durante la crisis por razones de necesidad. La caída de la demanda interna obligó a muchas empresas a salir al exterior para compensar la pérdida de actividad del mercado interior. El resultado fue que entre 2010 y 2013 el número de empresas exportadoras creció a un ritmo anual del 19%, hasta llegar a 150.000.

Todos estos datos invitan a pensar que la presencia de las empresas españolas en el

Cuadro 12.
Evolución de empresas exportadoras en España



Fuente: Informe PwC: "España goes global".

exterior tenderá a consolidarse en los próximos veinte años. Sin embargo, la proyección internacional de España ofrece algunos desequilibrios geográficos que convendría corregir. Las compañías españolas centran sus esfuerzos en la Unión Europea, mientras prestan escasa atención a los mercados asiáticos, que es hacia donde se está desplazando el eje geoeconómico y que tienen un gran potencial de crecimiento.

Por otro lado, las empresas concentran sus inversiones en Latinoamérica pero sus exportaciones a la zona son comparativamente escasas y tienen dificultades para mantener su cuota de mercado. En África pasa lo contrario: se vende bastante (sobre todo a Marruecos, que es el noveno destino español) y se invierte poco.

Un estímulo para el cambio en la financiación

En cualquier caso, la tendencia hacia una mayor internacionalización de las compañías españolas parece irreversible en el largo plazo. Así lo creen al menos

sus responsables. En una encuesta de PwC a 450 directivos españoles más del 70% de ellos creen que su empresa será más internacional en 2033 que ahora.

Si se confirman estas expectativas, el proceso de internacionalización inducirá probablemente cambios en la manera de financiarse de las empresas. Como veremos en el siguiente epígrafe, la internacionalización y el tamaño de las compañías se engranan entre sí; cuanto más grande es una empresa, más tiende a crecer en el exterior, y a la inversa. Ambas características constituyen un estímulo para que las empresas busquen fórmulas de financiación distintas de la tradicional apelación al crédito bancario.

La financiación empresarial

Del monocultivo a la diversidad

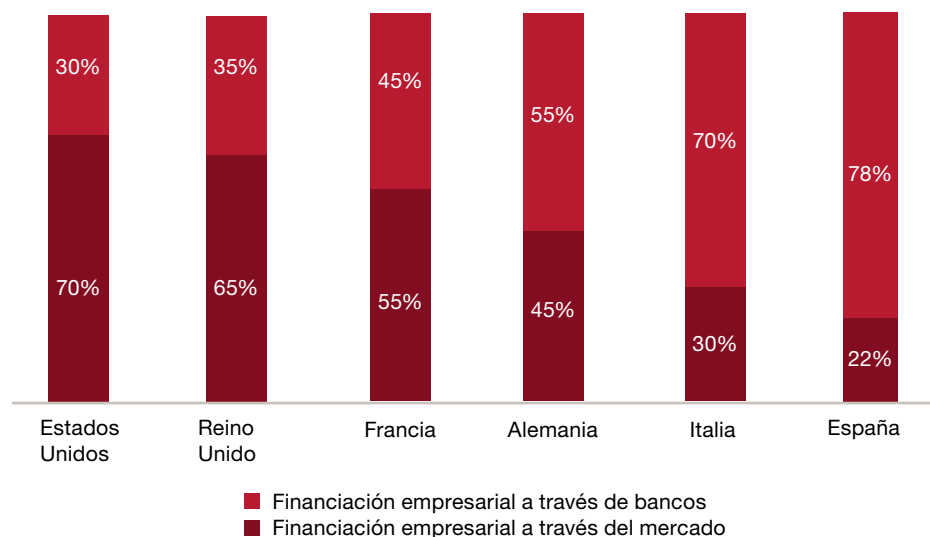
¿Cómo se financiarán las empresas en 2033? Con toda probabilidad, el mapa del aprovisionamiento de recursos (lo que podríamos llamar los yacimientos financieros) será distinto al actual. Las tendencias de fondo de la economía y del sistema financiero apuntan a una pérdida progresiva del peso del sector bancario en la financiación de las compañías españolas, en beneficio de otras fórmulas de captación de dinero que agrupamos bajo la denominación genérica de financiación no bancaria.

No es que sea muy difícil que ese trasvase ocurra. España es un país hiperbancarizado en el que el mayor porcentaje de recursos de las empresas viene, de largo, de la financiación bancaria tradicional, como préstamos o líneas de crédito. Si la comparamos con la financiación del mercado (entendiendo por tal la procedente de renta fija o variable) el peso de la banca es de casi el 80%, muy superior al de Italia, Alemania, Francia, Reino Unido y por supuesto Estados Unidos.

Con este punto de partida, que se aproxima al concepto de monocultivo

Cuadro 13.

Fuentes de financiación de las empresas en 2010



Fuente: CNMV.

financiero, es lógico pensar que a medio plazo sería natural que hubiera un movimiento inercial de convergencia hacia las pautas europeas, de tal forma que la financiación de las empresas españolas tenderá a ser menos dependiente del sistema bancario y aprovechará más otros recursos, como la deuda corporativa, el capital riesgo o los mercados de capitales.

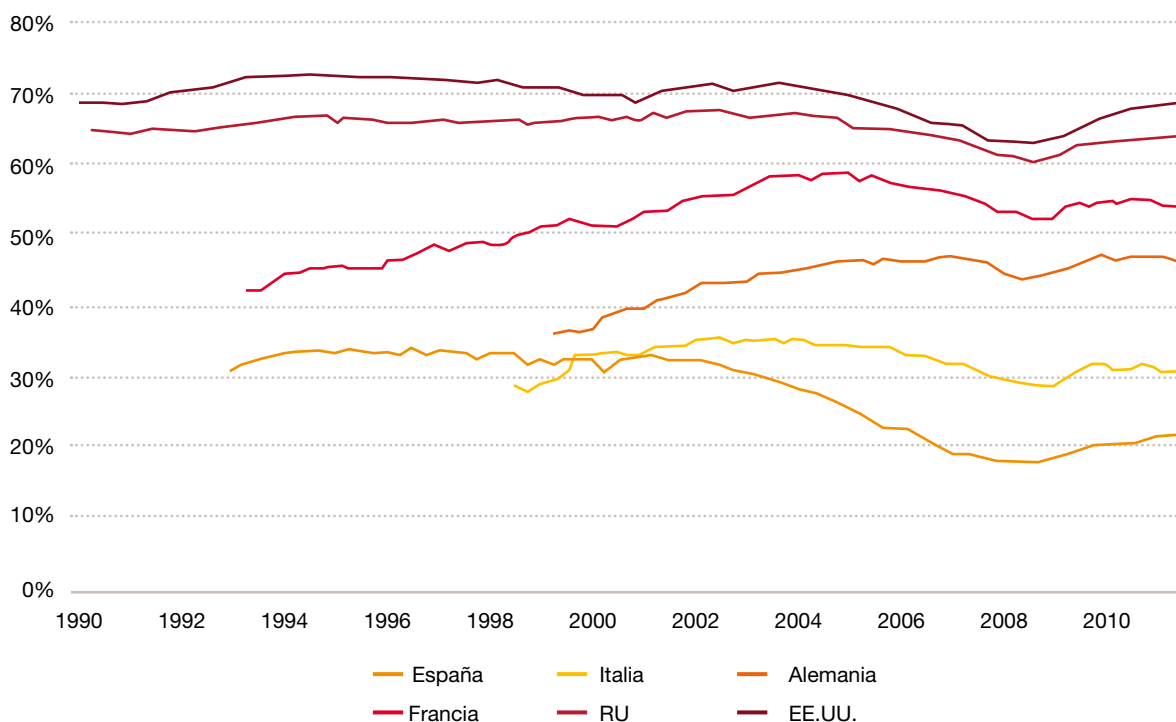
¿Bancarización? Por supuesto, somos españoles

El protagonismo de los bancos en la financiación de las empresas españolas no es un hecho aislado. El nivel de bancarización de la economía española está entre los más elevados del mundo, cualquiera que sea el baremo que se utilice (oficinas, cajeros automáticos, ratio de activos/PIB, presencia en el mercado bursátil, canalización del

ahorro de las familias, influencia en el tejido económico...). Por tanto, no ha de extrañarnos que esto sea así también cuando se examina el peso relativo de la financiación bancaria en las empresas españolas, que es el más alto entre los países comparables, lo cual correlativamente ha reducido hasta tasas mínimas la importancia de la financiación de mercado.

La preponderancia de la financiación bancaria es una constante en la historia reciente de la economía española, como se puede ver en el gráfico adjunto sobre el recurso de las empresas de España y otros países a la financiación no bancaria. Desde los años 90, las empresas españolas utilizan mucho menos este tipo de financiación que sus homólogas occidentales, incluyendo no sólo a aquellos países con gran tradición de orientación a los mercados, como el

Cuadro 14.
Peso relativo de la financiación empresarial de mercado



Fuente: CNMV.

Reino Unido o EEUU, sino también otros de la Europa continental que nos son más próximos desde el punto de vista de la cultura económica, como Francia, Alemania o Italia.

En la última década se observan, no obstante, cambios significativos en el modo de financiarse de las empresas españolas, probablemente vinculados a las oscilaciones del ciclo económico. En el periodo 1998-2007, caracterizado por la fuerte expansión de la economía (un 4% de media de crecimiento del PIB), las empresas incrementaron de manera espectacular sus proyectos de inversión, y la explosión de la demanda de financiación fue cubierta principalmente por las entidades financieras. Eso se tradujo en un descenso significativo del peso de la financiación no bancaria, que bajó más de diez puntos, y alejó aún más a las empresas españolas de las tasas de

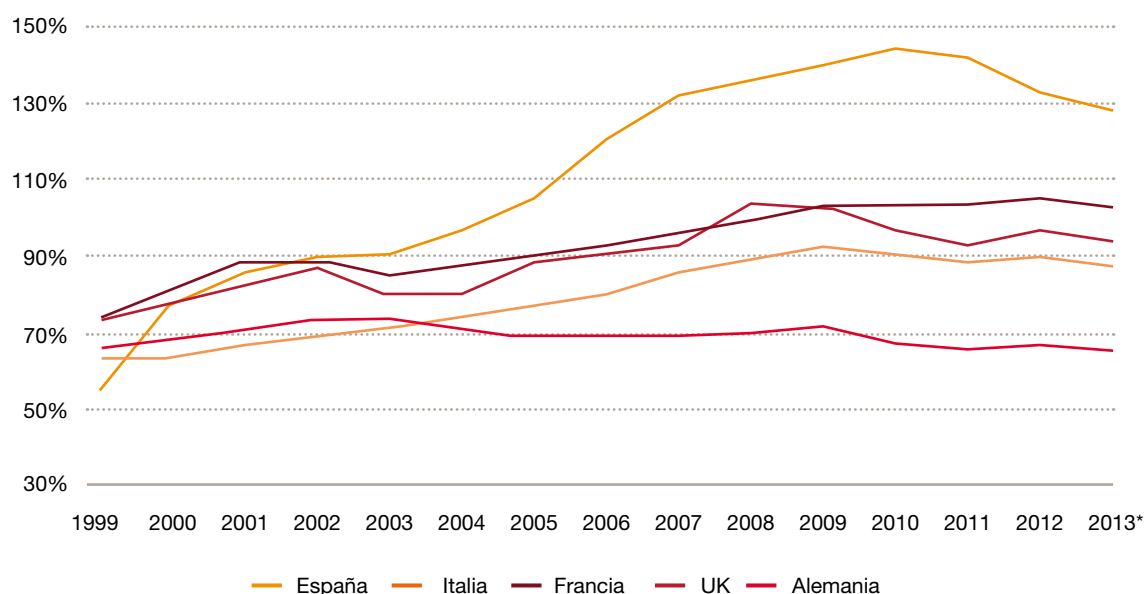
los países occidentales.

Esa tendencia se invirtió con la irrupción de la crisis económica. La música se paró: los bancos dejaron de prestar y las empresas dejaron de invertir. Como consecuencia de ello, a partir de 2010 se produjo el progresivo desapalancamiento financiero de las empresas españolas, cuyo grado de endeudamiento, que había llegado a volúmenes históricos, pasó del 145% al 130% del PIB. En términos absolutos, el saldo vivo de los préstamos a sociedades no financieras descendió en 300.000 millones de euros en los últimos tres años.

Es así como en la última etapa el peso del recurso a los mercados ha ido subiendo suavemente hasta situarse algo por encima del 20%.

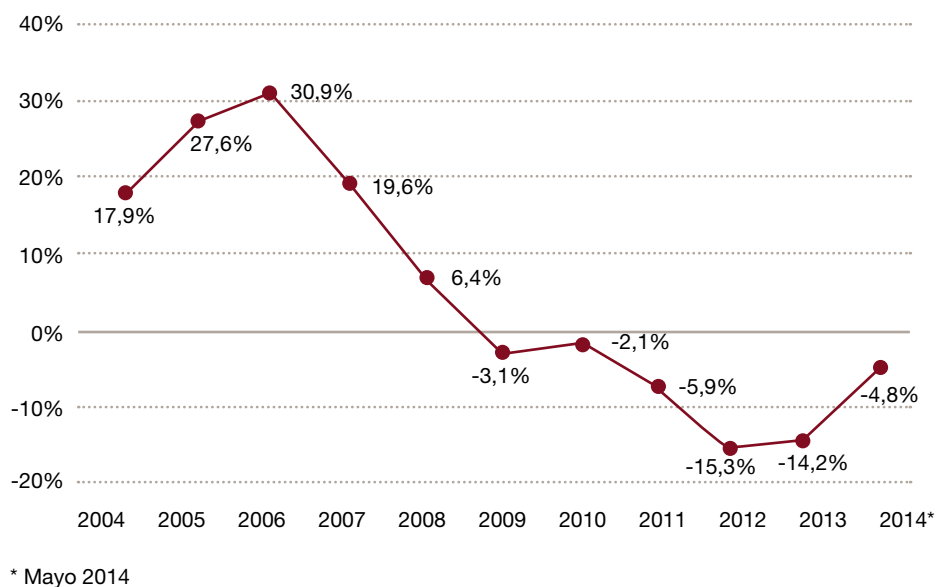
A pesar de que el *stock* de crédito se ha reducido, en lo que llevamos de 2014 ya

Cuadro 15.
Endeudamiento de las empresas no financieras (Ratio deuda/PIB)



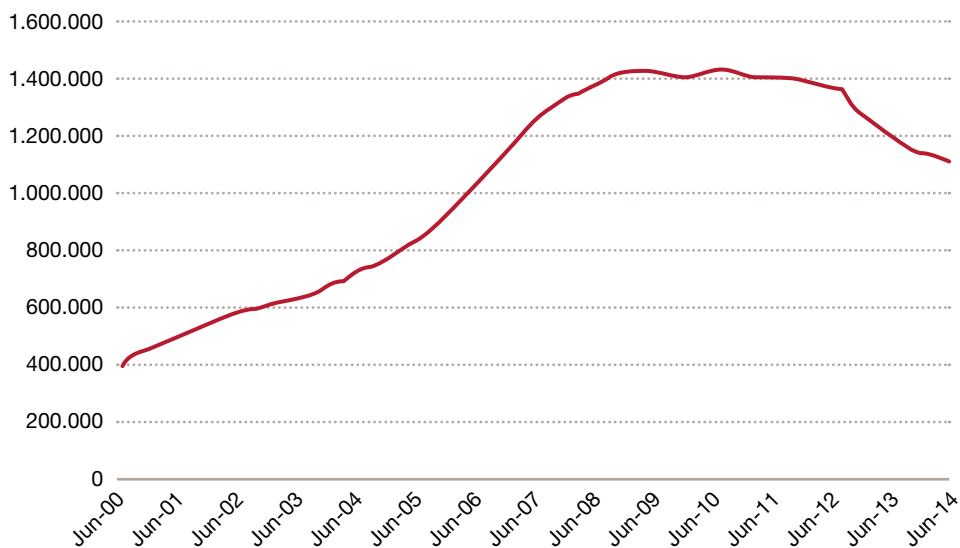
Fuente: Banco de España.

Cuadro 16.
Evolución del crédito a sociedades no financieras



Fuente: Banco de España.

Cuadro 17.
Saldo vivo préstamos totales a sociedades no financieras (millones de euros)



Fuente: Banco de España.

Cuadro 18.

Variación interanual del flujo de nuevo crédito en 2014

	Total Importes	Total	Empresas		Hogares
			Hasta 1 millón	Más de 1 millón	Total
Enero	-7,9%	-9,7%	5,0%	-16,9%	18,4%
Febrero	-15,3%	-19,3%	6,0%	-31,0%	17,5%
Marzo	-5,8%	-9,4%	5,1%	-16,7%	22,8%
Abril	-9,2%	-11,1%	2,8%	-19,3%	4,5%
Mayo	-11,0%	-13,2%	4,9%	-24,0%	3,8%
Junio	0,2%	-1,6%	10,0%	-6,3%	14,8%
Julio	-6,3%	-9,0%	12,4%	-21,5%	12,1%
Agosto	-2,9%	-3,4%	5,5%	-9,5%	0,2%

Fuente: Banco de España.

se ha comenzado a observar una recuperación del crédito bancario nuevo concedido a pymes y hogares, que ha ido acompañada de un incremento en el acceso a la financiación no bancaria de las grandes empresas españolas, principalmente a través de la emisión de bonos corporativos.

Las previsiones para los próximos años indican que la recuperación gradual de la economía y el progresivo saneamiento de las entidades financieras españolas sacarán de la depresión al crédito bancario, pero será una mejoría discreta, con ritmos de crecimiento inferiores a los de la economía, y en ningún caso se llegará a los niveles del *boom* previo a la crisis.

Con esta trayectoria, es previsible que en los próximos veinte años podamos observar una menor dependencia de las empresas de los recursos procedentes de instituciones de crédito. Sobre todo, teniendo en cuenta que hay factores externos, como luego veremos, que les quitan a los bancos las ganas (o la intención) de prestar a manos llenas.

El informe *The case for Spain III*, publicado en noviembre de 2014 por el banco de inversión Arcano, coincide en

señalar el probable aumento del protagonismo de la financiación no bancaria a medio plazo. Según sus estimaciones, el peso de la financiación ajena a la banca sobre el total pasaría de un 17,2% en 2014 a un 31,2% en 2020. En ese nuevo escenario, los bancos se dedicarían a financiar sobre todo los plazos cortos y a las pymes, mientras que la financiación no bancaria se centraría en los plazos largos y las empresas de mayor tamaño.

En esa hipótesis de pérdida de influencia de los recursos bancarios tradicionales, es recomendable desarrollar mecanismos de financiación alternativos, que hasta ahora han venido teniendo un papel residual en la financiación de las empresas españolas. Esta necesidad es más acuciante en el caso de las pymes, muy vulnerables a los episodios de restricción del crédito bancario. Las grandes empresas disponen de mayores recursos para adaptarse con éxito a un escenario de racionamiento o sequía de la financiación.

Razones objetivas

Pero al margen de esas tendencias de fondo, existen otras razones objetivas

para sospechar que ese desplazamiento hacia los recursos no bancarios se va a producir. Veamos algunas de ellos:

- El sistema bancario español, como consecuencia de la crisis y de la reducción del número de entidades, va a seguir ajustando el tamaño de su balance para completar el necesario proceso de desapalancamiento. Ello puede frenar el proceso de concesión de nuevos créditos y obligar a las empresas a buscar financiación alternativa para sus proyectos de inversión.
- La nueva regulación bancaria (Basilea III), que entrará en vigor progresivamente en los próximos años, impone mayores exigencias de capital, lo cual también podría tener un impacto en las decisiones de toma de riesgo de las entidades.
- El tejido empresarial español ha estado sobreendeudado e infracapitalizado, y la tendencia a corregir esas desviaciones ayuda a la sustitución de parte de la financiación bancaria tradicional (vía crédito) por otras fórmulas ligadas al reforzamiento del capital. La nueva normativa concursal aprobada por el

Gobierno, que facilita la conversión de deuda en capital, apunta en esa dirección.

- Es previsible también que en 2033 las empresas españolas sean más grandes y estén más internacionalizadas, y por tanto tengan mejor acceso a fuentes de financiación no bancaria, ya que hay una correlación comprobada entre el tamaño de la compañía y los recursos procedentes del mercado que utiliza (cuanto mayor es la empresa, menos dependiente es del sistema financiero, aunque hay excepciones)
- Otro factor que abona la hipótesis de un mayor recurso de las empresas a los mecanismos no bancarios es el probable desarrollo de la financiación empresarial privada a través de los fondos de pensiones y de inversión. La adquisición de activos inmobiliarios, que hasta ahora era la principal forma de ahorro de las familias, pasará a tener un papel menos preponderante. Es de esperar que esa desviación del flujo del ahorro dé mayor profundidad a los mercados y favorezca la financiación no bancaria.

Veamos ahora con detalle algunos aspectos que influyen en la financiación



de las empresas y que previsiblemente alterarán su composición en los próximos veinte años.

El tamaño y la salida al exterior sí que importan

Las empresas españolas son pequeñas. El 99,3% de ellas tienen menos de 50 trabajadores. Ese porcentaje nos sitúa en un plano similar al de Italia, Portugal, Grecia e incluso Francia, pero está por encima del promedio de la Unión

Europea y queda lejos de potencias económicas como Alemania o Reino Unido, que tienen más empresas grandes y medianas.

¿Importa mucho que nuestro tejido empresarial esté tan atomizado? Desde varios puntos de vista, el tamaño sí que tiene trascendencia:

- Importa porque en España (como en el resto de los países europeos, pero de forma más acusada) las empresas

Cuadro 19.
Número de empresas por tamaño

	0-9	10-49	50-249	250+
Alemania	81,8%	15,2%	2,5%	0,5%
Austria	87,4%	10,6%	1,6%	0,3%
Bélgica	93,8%	5,2%	0,8%	0,2%
Chipre	92,1%	6,7%	1,1%	0,2%
Dinamarca	89,5%	8,7%	1,5%	0,3%
Eslovaquia	95,8%	3,5%	0,6%	0,1%
Eslovenia	94,2%	4,7%	0,9%	0,2%
España	94,4%	4,8%	0,6%	0,1%
Estonia	90,2%	8,0%	1,6%	0,2%
Finlandia	91,8%	6,8%	1,2%	0,3%
Francia	93,7%	5,2%	0,8%	0,2%
Grecia	96,2%	3,3%	0,4%	0,1%
Holanda	93,6%	5,1%	1,0%	0,2%
Hungría	94,5%	4,5%	0,8%	0,2%
Irlanda	88,6%	9,4%	1,7%	0,3%
Italia	94,8%	4,6%	0,5%	0,1%
Letonia	89,1%	9,0%	1,7%	0,2%
Lituania	90,4%	7,8%	1,6%	0,2%
Luxemburgo	86,9%	10,6%	2,0%	0,5%
Malta	94,5%	4,3%	0,9%	0,2%
Noruega	91,8%	6,9%	1,0%	0,2%
Polonia	95,2%	3,6%	1,0%	0,2%
Portugal	95,4%	4,0%	0,6%	0,1%
Rep. Checa	96,1%	3,2%	0,6%	0,1%
Rumania	87,4%	10,4%	1,8%	0,3%
Suecia	94,6%	4,4%	0,8%	0,1%
Reino Unido	88,9%	9,2%	1,6%	0,3%
UE-27*	92,3%	6,5%	1,1%	0,2%

*Excluyendo Grecia.

Fuente: Comisión Europea, Annual Report on European SMEs 2013/ 2014.

pequeñas son mucho menos productivas que las grandes. Esta brecha se advierte en todos los sectores productivos, pero es especialmente llamativa en el caso del sector servicios, que es una de las principales áreas de especialización de las compañías españolas.

- También importa porque las empresas pequeñas tienen más dificultades para la internacionalización, que es una condición sine qua non para competir en un mundo crecientemente globalizado.

- E importa porque las empresas de menor tamaño no disponen por lo general de acceso a la financiación no bancaria. Esto es así porque los mercados financieros organizados exigen de las compañías unos umbrales mínimos (de facturación, de beneficios, de volumen de emisiones...) y unos determinados mecanismos de control para garantizar la liquidez, compensar los costes fijos derivados de la operación (emisión, cotización, etc.) y garantizar la transparencia en el proceso.

Cuadro 20.

Productividad por empleado y sector y tamaño (kUSD por empleado en 2011)

	1-9	10-19	20-49	50-249	250+
Industria					
Francia	70,9	76,5	80,6	85,5	127,7
Alemania	52,4	66,7	73,2	84,0	124,0
Italia	50,2	72,6	90,8	120,2	155,7
España	69,1	68,9	87,3	105,5	141,5
Reino Unido	73,7	62,5	64,8	88,4	141,6
Servicios					
Francia	97,6	93,7	100,3	101,8	102,7
Alemania	102,0	86,2	96,4	103,3	103,0
Italia	76,1	105,7	114,5	132,9	147,9
España	71,8	101,,3	109,1	132,0	113,3
Reino Unido	119,7	88,5	87,3	112,0	93,5
Construcción					
Francia	108,5	57,7	92,3	86,7	130,4
Alemania	74,5	94,1	113,0	122,6	161,4
Italia	85,2	114,1	131,8	177,2	232,8
España	75,2	86,2	103,0	140,5	180,0
Reino Unido	104,0	80,8	88,0	103,6	111,4

Diferencias en productividad entre grandes y micro empresas

	Industria	Servicios	Construcción
	250+/1-9	250+/1-9	250+/1-9
Francia	1,8	1,1	1,2
Alemania	2,4	1,0	2,2
Italia	3,1	1,9	2,7
España	2,0	1,9	2,4
Reino Unido	1,9	0,8	1,1

Fuente: OCDE, *Entrepreneurship at a glance* (2014).

En realidad estos tres factores están intrínsecamente correlacionados. A mayor tamaño, mayor internacionalización. La conexión también funciona a la inversa, en una suerte de doble causalidad: a mayor salida al exterior, mayor tamaño. Y el desarrollo de ambos vectores abre la puerta a la posibilidad de encontrar instrumentos de financiación en el mercado (de capital, y otros tipos), en detrimento de la proporcionada por los bancos.

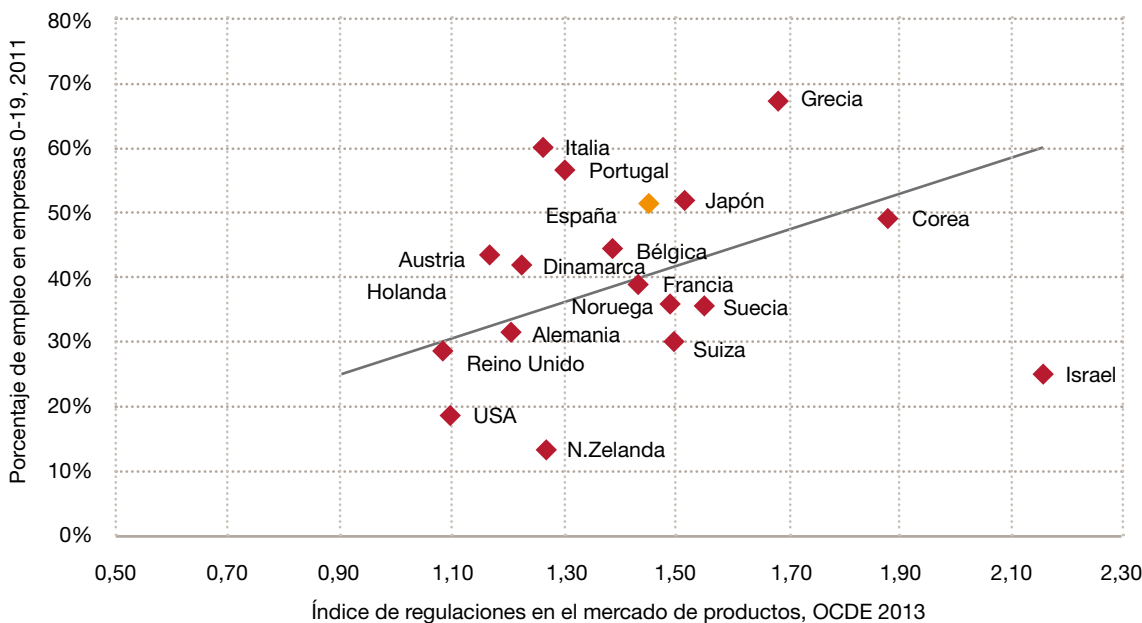
La financiación a largo plazo (capital-riesgo, mercado de valores, bonos) es en efecto, por sus propias características, la que mejor se ajusta a los proyectos de expansión internacional o de crecimiento empresarial. En España, no siempre ha sido así. En la última década, ha sido la banca la que ha financiado de forma masiva, y en muchos casos a corto plazo, las operaciones de crecimiento empresarial. Este abuso del canal

bancario es una de las explicaciones del acelerado crecimiento del endeudamiento en las empresas. Tras casi triplicarse en la primera década del siglo, la deuda de las sociedades no financieras españolas alcanzó su pico máximo en 2010: 1,5 billones de euros, es decir, el 144% del PIB, muy por encima de la media de la zona del euro.

Esta es la situación de las empresas españolas. ¿Qué nos hace sospechar que en 2033 estarán más internacionalizadas, serán más grandes y, como consecuencia de ello, recurrirán más a la financiación orientada a mercado?

La tendencia más clara en esa dirección nos la dan las estadísticas de comercio exterior. En la última década se ha vivido un verdadero boom de internacionalización de la economía española, acelerado durante los años de la crisis por la necesidad de buscar

Cuadro 21.
Regulación y tamaño de las empresas



Fuente: OCDE, *Entrepreneurship at a glance* (2014).

negocio fuera y la conciencia de tener que diversificar riesgos.

Un punto muy positivo de este proceso es que no se concentra solo en las grandes empresas, sino que también las pymes están pugnando con éxito para salir al exterior.

La tendencia, además, está lejos de agotarse. Así, según el informe *España goes global*, elaborado por PwC, los directivos de empresas de capital español sostienen que en 2033 las empresas nacionales exportarán más y sobre todo ampliarán sus instalaciones en el extranjero, de tal forma que los ingresos generados en el exterior duplicarán su peso relativo respecto al total de la facturación de la compañía.

Tenemos por tanto un indicio sólido de que las empresas españolas profundizarán en el futuro en su vocación internacional, lo cual a su vez,

como queda dicho, generará compañías de mayor tamaño, más productivas y más abiertas a la financiación no bancaria. Pero ¿cómo está actuando la regulación sobre el tamaño de las empresas españolas? ¿Está empujando en la dirección adecuada? En este aspecto, las señales son más débiles.

En general, se puede decir que el activismo regulatorio es malo para el crecimiento de las empresas. Las estadísticas de la OCDE muestran una clara relación proporcional inversa entre regulación y tamaño: a mayor regulación, las empresas son más pequeñas. Las normativas administrativas, laborales, mercantiles, legales, fiscales o de ayudas públicas constituyen una maraña que coarta la iniciativa empresarial. Por ello parece razonable avanzar hacia un marco normativo más simple que facilite el crecimiento y permita a las pequeñas empresas dar un salto hasta convertirse en medianas y grandes.



Porque incluso las políticas bienintencionadas, como pueden ser los incentivos para la creación y el desarrollo de pymes, tienen un efecto no positivo sobre su crecimiento, ya que esas ventajas (de tipo fiscal, legal, administrativo o laboral) se suprimen a partir de unos determinados umbrales, y su pérdida no es compensada por los potenciales beneficios derivados del incremento del tamaño. El impacto de esos umbrales se observa con gran claridad en la estadística de número de empresas por tamaño (ver cuadro 20), cuyo perfil demuestra la resistencia a superar los 4,7 y los 6 millones de facturación anual.

No se trataría en cualquier caso de eliminar los estímulos para crear pequeñas empresas, que son imprescindibles en un país como España con poco espíritu emprendedor, sino de

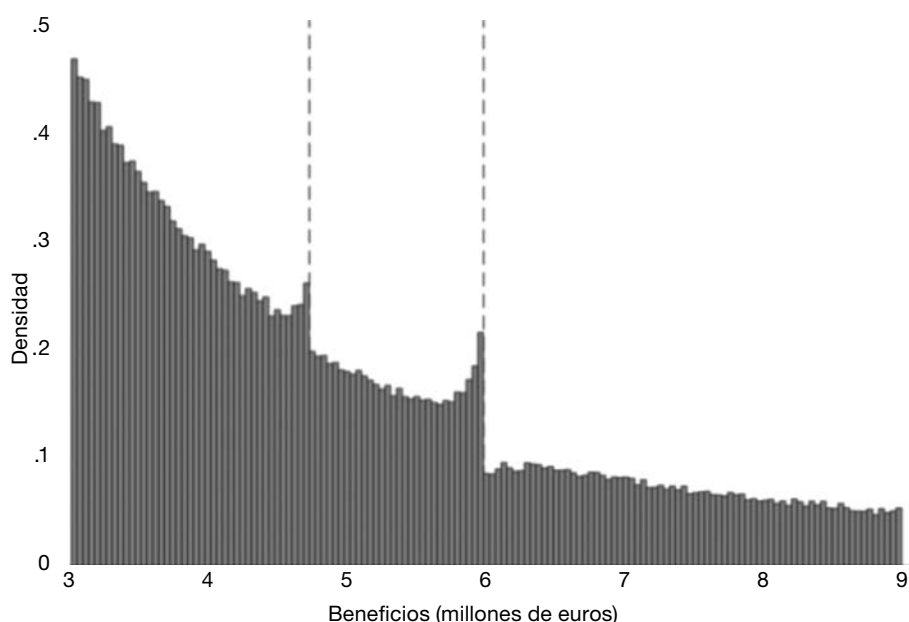
establecer incentivos que ayuden a la empresa española a crecer o al menos no desincentiven el crecimiento colateralmente.

Basilea III, una regulación con efectos secundarios

Otro aspecto relevante en la financiación de las empresas es el presumible impacto futuro de las normas de Basilea III en las entidades bancarias. Se trata de recomendaciones elaboradas por el Comité de Basilea (organización formada por los bancos centrales más importantes del mundo) en las que se fijan las condiciones mínimas que debe tener un banco para asegurar su solvencia y la estabilidad del conjunto del sistema.

Los acuerdos de Basilea III añaden varias capas normativas a los adoptados en Basilea I (1988) y Basilea II (2004). Las

Cuadro 22.
Número de empresas por tamaño en España



Fuente: BBVA Research.

novedades afectan fundamentalmente a los requerimientos de capital, los criterios de liquidez y los niveles de endeudamiento, y su entrada en vigor se irá produciendo gradualmente entre el 1 de enero de 2015 y el 1 de enero de 2019. Este amplio periodo de transición se ha aprobado para facilitar una adaptación progresiva de las entidades y la dilución de las repercusiones de los nuevos estándares en la economía real.

En términos generales, Basilea III supone un endurecimiento de la regulación de las entidades financieras (¿cabía esperar otra cosa tras el terremoto financiero de 2008?), que tendrán que ser más prudentes y, previsiblemente, en el horizonte de 2033 reducirán su inversión crediticia, con un efecto secundario adverso sobre la financiación empresarial. Veamos con algún detalle los principales requisitos de Basilea III, los impactos en el sistema financiero y sus repercusiones sobre el crédito:

- **Más y mejor capital.** La nueva normativa exige a las entidades que tengan un nivel de capital suficientemente elevado y que esté compuesto por instrumentos de gran calidad, de tal forma que puedan absorber las pérdidas potenciales derivadas de los riesgos que asumen. Según diversos análisis, las dificultades de captación de nuevo capital y la previsible insuficiencia de la liquidación o venta de activos podrían provocar una reducción del crédito bancario, afectando incluso a la renovación de líneas de crédito a empresas. Para paliar este efecto sobre la financiación de las empresas de menor tamaño, la Unión Europea ha introducido correcciones en la norma general que alivian los requerimientos de liquidez mínimos cuando se trata de riesgos frente a pymes.
- **Mayor liquidez.** Basilea III obligará a las entidades a una transformación de

Cuadro 23.
Grados implementación Basilea



Fuente: Informe PwC, Boletín de Consultoría Gerencial. Basilea III: Cambios, impacto y relevancia.



los pasivos y activos bancarios para conseguir encajar mejor sus plazos de vencimiento. Esta exigencia afecta a la banca comercial tradicional que transforma depósitos (generalmente, a un plazo muy reducido) en créditos (normalmente a un plazo de vencimiento mayor). En particular, la nueva normativa desincentiva que las entidades bancarias accedan a financiar, como hicieron durante la fase de expansión de la economía española, proyectos empresariales a muy largo plazo.

- Menor endeudamiento. El establecimiento de una tasa máxima de apalancamiento supone un límite a la inversión bruta en función del capital de la entidad. Este requerimiento es un factor positivo de estabilidad financiera y económica, pero es previsible que suponga la contracción de las inversiones, incluida la crediticia, sobre todo al combinarse con la exigencia de mantener una base de activos muy líquidos en el balance.

La diversificación como resumen

De cara al futuro, cabría preguntarse si este proceso de metamorfosis de la financiación empresarial, que parece inevitable, es positivo para la economía en su conjunto. La gran mayoría de los expertos y de las instituciones tienden a pensar que, efectivamente, la diversificación de las fuentes de aprovisionamiento financiero tiene importantes ventajas:

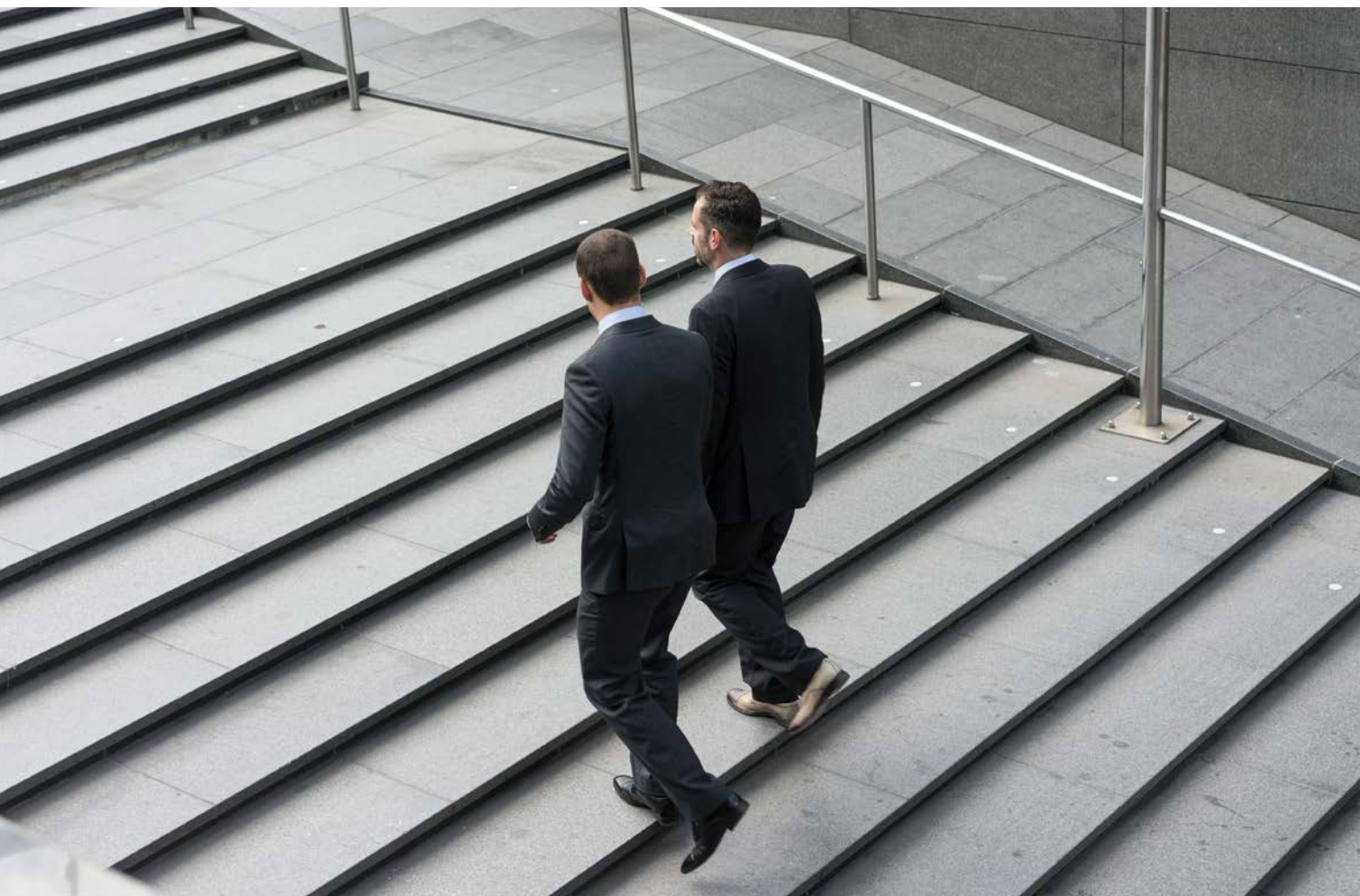
- Estimula la competencia.
- Incentiva la innovación.
- Facilita la asignación de los recursos crediticios
- Refuerza la estructura de capital
- Alinea mejor los vencimientos de los activos y los pasivos y facilita la financiación a largo plazo, que es la base del crecimiento económico sostenible.

- Ofrece nuevas oportunidades de financiación a actores que de otra manera podrían quedar excluidos del proceso.

La historia reciente también nos ofrece pistas sobre el riesgo de depender en exceso de la financiación bancaria. La crisis financiera mundial de 2008-2013, que se originó en Estados Unidos, tuvo sin embargo un mayor impacto negativo en la economía europea en parte porque los problemas de sus bancos, mucho más involucrados en el tejido empresarial que las entidades norteamericanas, se trasladaron con mayor crudeza a la economía real a través de un ajuste severo en la concesión de créditos que cercenó

muchos proyectos de inversión y asfixió la recuperación.

Es por ello por lo que el Memorando de Entendimiento firmado por el Gobierno español y la Comisión Europea en 2012 como parte del rescate al sector financiero incluía un acuerdo de fomento de la intermediación financiera no bancaria. En cumplimiento de ese compromiso, en 2013 y 2014 el Gobierno español ha aprobado numerosas medidas, como la reforma de la normativa sobre capital riesgo, la creación del Mercado Alternativo de Renta Fija, la potenciación del Mercado Alternativo Bursátil, la regulación del crowdfunding o la mejora del sistema de emisión de obligaciones (ver información



adjunta sobre el proyecto de ley de Fomento de la Financiación Empresarial).

En la misma línea, la Comisión Europea aprobó en 2013 un Libro Verde sobre la Financiación a Largo Plazo en el que se resalta la necesidad de movilizar fuentes privadas de financiación y de desarrollar los mercados de capitales europeos.

Es cierto que el mayor uso de la financiación del mercado no tiene ventajas universales ni se acomoda a los intereses de todo el mundo. Las entidades bancarias tendrán que adaptarse a un escenario distinto y potencialmente menos rentable. Y no todas las empresas se sentirán cómodas recurriendo a alternativas de

financiación que les pueden resultar desconocidas, complejas o incluso más caras que la financiación bancaria convencional, sobre todo si comparan la situación con los viejos buenos tiempos del crédito fácil y abundante. Pero esos viejos tiempos seguramente no volverán.

En términos globales el reequilibrio entre intermediación bancaria y no bancaria aportará estabilidad al sistema financiero y activará el engranaje económico en España. Las mayores beneficiadas serán las pequeñas y medianas empresas, que en escenarios adversos tienen grandes dificultades para financiar sus proyectos de inversión por las vías tradicionales del préstamo o de la línea de crédito bancaria.

Oxígeno financiero para las pymes

El Consejo de Ministros aprobó el pasado mes de octubre el envío a las Cortes del proyecto de ley de Fomento de la Financiación Empresarial. El proyecto vale para todas las empresas, pero pone énfasis en las necesidades de las pymes, que son las más afectadas por la sequía de la financiación.

La nueva norma reconoce por un lado que el sistema financiero seguirá siendo vital para dar oxígeno financiero a las compañías españolas, y en ese sentido establece una serie de mecanismos para que la financiación bancaria sea más accesible para las pequeñas y medianas empresas. Así, por ejemplo, dispone que si una entidad de crédito quiere reducir la financiación a un pyme que esté al día en el pago de sus obligaciones tendrá que comunicárselo con tres meses de antelación, con el fin de darle tiempo a buscar otras opciones.

Por otra parte, el proyecto se propone desarrollar los canales de financiación no bancaria, con el fin de diversificar el riesgo y reducir la vulnerabilidad de las empresas a las crisis bancarias. Para ello, el Gobierno plantea actuar en varias dimensiones:

- **Reforma del régimen de titulizaciones.** En línea con las tendencias internacionales, se incrementará la transparencia, calidad y simplicidad de este instrumento, que permite transformar una cartera de activos poco líquidos en títulos negociables y que ha favorecido históricamente el crecimiento de la financiación de mercado.
- **Mejoras en el acceso a los mercados de capitales.** Se flexibiliza el régimen de emisión de obligaciones para adecuarlo al actual funcionamiento del mercado de capitales.
- **Reglas de juego del crowdfunding.** Se establece por primera vez un régimen jurídico para las plataformas de financiación colectiva. El objetivo es impulsar el crecimiento del sector para situarlo en línea con el grado de desarrollo que está alcanzando en EEUU y Europa.
- **Cambios en la regulación del MAB.** Se flexibiliza el tránsito desde el Mercado Alternativo Bursátil (reservado para pymes) hacia el mercado continuo de la bolsa. Además, se fija una cantidad límite de 500 millones de euros de capitalización a partir del cual la empresa deberá abandonar el MAB para cotizar en el mercado continuo.

Alternativas, ‘haberlas haylas’

Queda claro, por tanto, que a medio y largo plazo la financiación bancaria está llamada a perder protagonismo en términos relativos en la financiación de las empresas. Lo que no está tan claro es cómo se va a sustituir. Alternativas, haberlas haylas, y muy diversas, aunque a decir verdad están poco desarrolladas.

De cara a 2033, la configuración final de la financiación empresarial dependerá de en qué medida estas fuentes no bancarias consiguen superar los obstáculos que les han impedido

desarrollarse hasta ahora. Por decirlo de otro modo: es cosa de que las empresas (la demanda) y los inversores (la oferta) se pongan de acuerdo sobre cuál es el instrumento de financiación que más les conviene, teniendo en cuenta las condiciones del entorno.

La tipología básica de las fuentes de financiación alternativa las clasifica en función del tipo de financiación proporcionada (deuda o capital) y del nivel de regulación que tienen. A su vez, podemos ordenarlas de acuerdo con la fase evolutiva en que se encuentre la empresa y con la cuantía de sus necesidades financieras.

Cuadro 24.
Fuentes de financiación alternativas por tipo de financiación

	Capital	Deuda
Mercado	Emisión acciones (Bolsa de valores, MAB)	Emisión de bonos corporativos (AIAF, MARF) Titulizaciones Bonos de proyectos Cédulas
Financiación privada	Business Angels Venture Capital Private Equity Inversión empresarial	Direct Lending
	Crowdfunding	

Fuente: Elaboración propia.

Bolsas ‘poco profundas’

Una de las opciones naturales de la financiación no bancaria es la de los mercados de valores de renta variable, en sus distintas versiones y categorías, aunque hasta ahora esa posibilidad se ha empleado poco. Los mercados españoles están mucho menos desarrollados y cuentan con menor liquidez que los mercados europeos, por no hablar de los de Estados Unidos. Tanto en capitalización bursátil (el valor en bolsa) como en número de empresas que participan, las diferencias son considerables.

¿A qué se debe el escaso desarrollo de los mercados de valores españoles? No es un problema de las grandes empresas. En general, las compañías de mayor tamaño están bien representadas en el mercado continuo, que es el sistema de contratación de valores de renta variable

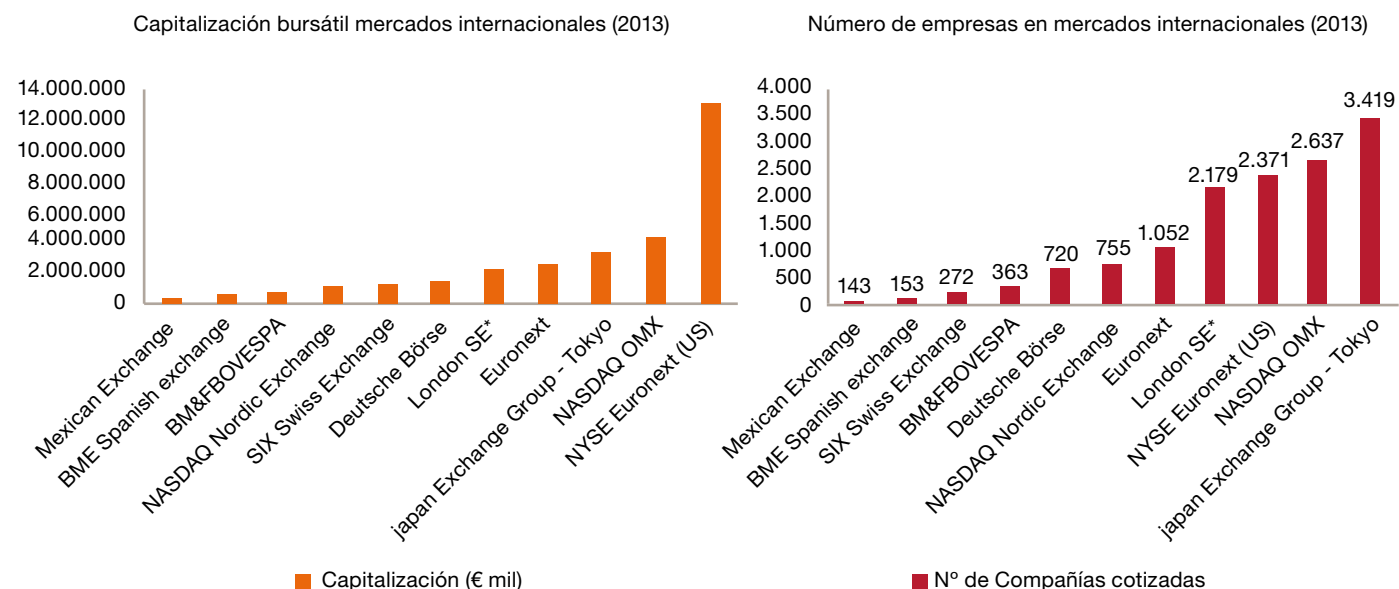
de las cuatro bolsas españolas. De hecho, la capitalización media de las empresas cotizadas españolas es mayor que en el resto de Europa.

Básicamente, el problema es que las empresas pequeñas y medianas utilizan muy poco este recurso. Su todavía insuficiente nivel de internacionalización, la falta de cultura de transparencia y el desconocimiento del proceso de cotización son factores que operan en contra de la salida a bolsa de las pymes españolas.

Para remediarlo, en 2009 se creó el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), dirigido a empresas de reducida capitalización en fase de expansión. Una gran idea con resultados, hasta el momento, no tan grandes.

Pensado para proporcionar a las pymes la oportunidad de conseguir dinero

Cuadro 25.
Mecados de valores de renta variable



* Dato 2012.

Fuente: World Federation of Exchanges, CNMV y World Bank.

fresco (financiación mediante capital), además de visibilidad y una valoración de mercado, a finales de 2013 acogía a 23 empresas (en diciembre de 2014 ya eran 26), con una capitalización conjunta de 1.677 millones de euros. Esas cifras están lejos de las de Alternext, el mercado con sede en París que podemos considerar el más comparable de los existentes, y por supuesto se sitúan a años luz de las que presenta el Alternative Investment Market (AIM), un submercado de la bolsa de Londres que es muy valorado por los inversores por su profundidad y liquidez.

La primera explicación de estos resultados discretos es que se trata de un mercado todavía en una infancia temprana. Alternext, por ejemplo, se creó cuatro años antes y el nacimiento de AIM se remonta a 1995. Además, la trayectoria del MAB ha coincidido con la crisis económica y financiera, cuyo corolario de desconfianza no es el mejor escenario para el desarrollo de una iniciativa de estas características.

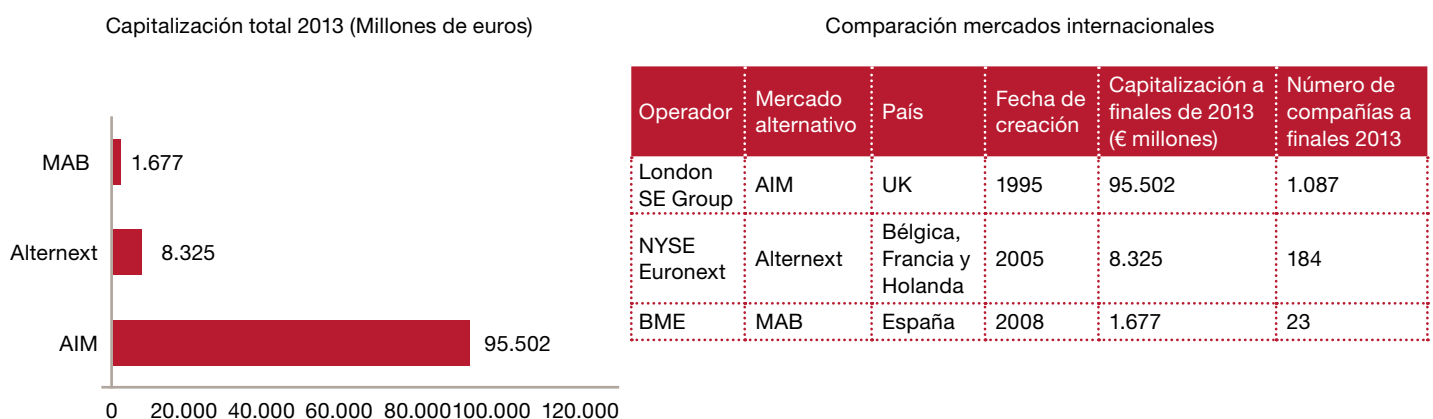
Tampoco el estallido del escándalo de Gowex y otros incidentes recientes han ayudado a consolidar el proyecto. A

pesar de ello, cinco empresas (NPG Technology, Facephi, Only Apartments, Euroconsult y Home Meal) se han animado en 2014 a salir al mercado, lo cual confirma que el MAB sigue siendo una opción de financiación atractiva para las pymes. También se ha creado un segmento específico para socimis (sociedades de inversión en el mercado inmobiliario), en el que cotizan actualmente tres compañías.

Mirando más a largo plazo, parece existir consenso entre los expertos sobre la idea de que en que el MAB es un mercado indispensable en España, dada su importancia como canal de acceso al mercado para las pymes. Una vez superado el entorno hostil que ha supuesto la crisis, es una herramienta adecuada para captar financiación, sobre todo si las empresas extreman el rigor y la prudencia en sus valoraciones y llevan a cabo un proceso de preparación adecuado para asegurarse de que sus cifras financieras pueden ser analizadas, en forma y fondo, por la comunidad inversora.

La experiencia acumulada en estos cinco años recomienda también mejorar los mecanismos de supervisión, en línea con

Cuadro 26.
Mercados alternativos de renta variable



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME), Euronext, London Stock Exchange.

el contenido del proyecto de ley de Fomento de la Financiación Empresarial, aprobado el pasado octubre, que otorga a la CNMV mayores capacidades de control sobre el MAB. El Gobierno también ha anunciado que se endurecerán los criterios de auditoría para las empresas que participen en este mercado. El MAB, por su propia naturaleza, tiene una regulación más flexible y abierta que la del mercado continuo, pero el hecho de que se den facilidades a las empresas para que salgan a cotizar no quiere decir necesariamente que se debiliten los mecanismos de control y vigilancia.

Emisiones de deuda en alza

La deuda corporativa es otra de las formas que tiene una empresa para financiarse, a través de las emisiones de títulos que se realizan en los mercados de capitales. Entre las diferentes emisiones, se encuentran los bonos corporativos. Se trata de valores que otorgan a su tenedor el derecho a percibir una renta o un flujo de pagos periódicos a cambio de entregar una cantidad de dinero en el momento de su adquisición.

Los bonos corporativos son uno de los instrumentos de financiación no bancaria que han experimentado un mayor crecimiento en los últimos años, principalmente para las empresas de mayor tamaño. Durante los últimos años numerosas empresas españolas procedieron a emitir bonos corporativos. La financiación recibida por estas empresas se ha empleado en muchos casos en repagar deuda bancaria y en acometer nuevas inversiones.

En España AIAF es el mercado regulado de referencia para la cotización de la deuda corporativa o renta fija privada, donde están fundamentalmente entidades financieras y grandes empresas, debido a los volúmenes de emisión mínimos necesarios (unos 200

Cuadro 27.

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

Emisor	Cupón	Plazo	Divisa	Fecha de emisión	Tamaño (€ mm.)	Rating
Atento	7,38%	7 años	USD	29-ene-13	223	BB-
Ferrovial	3,38%	5 años	EUR	30-ene-13	500	BBB-
Ence Energía y Celulosa	7,25%	7 años	EUR	1-feb-13	250	BB-
Prosegur	2,75%	5 años	EUR	2-abr-13	500	BBB
Gestamp	5,88%	7 años	EUR	10-may-13	500	BB
Gestamp	5,63%	7 años	USD	10-may-13	350	BB
Grupo Avanza	9,50%	6 años	EUR	31-may-13	175	B-
Grupo Avanza	7,50%	5 años	EUR	31-may-13	315	B+
Ferrovial	3,38%	8 años	EUR	7-jun-13	500	BBB-
Watercraft Capital	5,75%	21 años	EUR	2-ago-13	1.400	BBB-
Madriñena red de gas	3,78%	5 años	EUR	11-sep-13	500	BBB-
NH Hotel Group	6,88%	6 años	EUR	8-nov-13	250	B
Empark	6,75%	6 años	EUR	18-dic-13	235	BB-
Empark	Euribor + 550 bps	6 años	EUR	18-dic-13	150	BB-
Copasa	7,50%	5 años	EUR	19-dic-13	50	BB
Port Aventura	7,25%	7 años	EUR	19-dic-13	270	B-
Port Aventura	Euribor + 562 bps	6 años	EUR	19-dic-13	150	B-
Isolux Corsan	6,62%	7 años	EUR	20-mar-14	850	B
Grupo Antolin	4,75%	5 años	EUR	21-mar-14	400	Ba3
Almirall	4,62%	7 años	EUR	27-mar-14	325	BB-
Redexis gas	2,75%	7 años	EUR	1-abr-14	650	BBB-
Elecnor (Pagarés)	2,50%	1 año	EUR	1-abr-14	100	n.a.*
Aldesa	7,25	7 años	EUR	3-abr-14	250	B
Tecnocom	6,50	5 años	EUR	8-abr-14	35	BB+
Tubacex (Pagarés)	2,50	1 año	EUR	25-may-14	30	n.a.*
ADIF Alta velocidad	3,50	10 años	EUR	27-may-14	1.000	Baa3
Europac (Pagares)	2,15%	1 año	EUR	17-jun-14	50	n.a.*
Grupo Ortiz	7,00%	5 años	EUR	3-jul-14	50	BB+
Ferrovial	2,50%	10 años	EUR	15-jul-14	300	BBB
DIA	1,50%	5 años	EUR	22-jul-14	500	BBB-
EYSA	6,90%	7 años	EUR	23-jul-14	775	BB+
Acerinox	500%	10 años	EUR	25-jul-14	50	n.a.*
Audax Energía	5,75%	5 años	EUR	29-jul-14	21	BB+
Agbar	2,0%	7 años	EUR	15-sep-14	200	Baa1

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

Fuente: Arcano. *The case for Spain III*.

millones de euros). Con el objetivo de permitir el acceso a esta fuente de financiación a empresas medianas se creó el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) que nació en octubre de 2013. El MARF es el espejo del MAB en la financiación por renta fija. Su objetivo es también ofrecer a las empresas españolas una fuente de financiación diferente de los créditos bancarios, con unos requisitos menos exigentes y simplificados.

Tras su primer año de vida, el MARF cuenta con 18 asesores registrados y ha canalizado emisiones por valor de más de 300 millones de euros. El recorrido potencial de este mercado, y en general el de la renta fija, es muy amplio, ya que en España los inversores solo destinan a títulos de deuda corporativa el 3% de sus carteras, frente al 10% de la media europea.

Es evidente que estas iniciativas de proyectos alternativos se encuentran en las primeras fases de su desarrollo, con lo que cabe esperar que a medio y largo plazo, la experiencia adquirida y la creciente competencia entre las distintas plazas financieras a nivel global (el gran desarrollo de los mercados de los países asiáticos está abriendo el abanico de opciones) contribuya a incrementar la eficiencia de las plazas españolas. La reducción de barreras y la simplificación de procesos son medidas indispensables para atraer a las empresas indecisas o que se plantean acceder a mercados no españoles. En la actualidad, algunas compañías españolas registran sus emisiones de renta fija en Luxemburgo o Irlanda, debido a las mayores “facilidades” que ofrecen respecto del mercado español.

Inversión empresarial y capital riesgo

Las posibilidades de obtener financiación no bancaria distinta de la que proveen los mercados de valores son

muy amplias. La propia inversión entre empresas es una opción para captar fondos, especialmente cuando se trata de compañías extranjeras interesadas en un sector concreto que adquieren una participación minoritaria en el capital. Otras fórmulas frecuentemente empleadas, que tienen en común que están al margen de los mercados regulados, suelen agruparse bajo la denominación de capital riesgo (*business angels*, *venture capital*, *private equity*) o Inversión empresarial y capital riesgo.. Veamos cómo funcionan:

- *Business angels*. Son inversores privados (empresarios, directivos de empresas, emprendedores o ahorradores con experiencia) que ofrecen capital para la financiación de empresas semilla y en proceso de arranque (*start-ups*), normalmente a cambio de una participación accionarial. La inversión media de estos inversores se sitúa en 25.000 y 250.000 euros. Los *business angels* hacen de puente entre la financiación de proximidad (ahorros personales y préstamos de conocidos) y otras fuentes de financiación más exigentes (como el crédito bancario o el capital riesgo tradicional). En España, las estadísticas dicen que es un mecanismo relativamente usado. En 2013, el mercado visible (operaciones realizadas por *business angels* asociados o integrados en redes) movilizó 57,6 millones de euros, la segunda cifra más alta de Europa, pero ese dato hay que manejarlo con cautela porque se estima que el mercado no visible supone el 90% del total.
- *Venture capital*. Es una actividad financiera basada en la toma de participaciones temporales y minoritarias en empresas emprendedoras y en proceso de arranque o crecimiento. Aportan valor añadido en forma de apoyo gerencial y la cantidad invertida no suele superar



los 10 millones de euros. La inversión en España muy por debajo de otras economías europeas como Francia, Alemania o Reino Unido. En 2013, el volumen en España sumó solo 208 millones de euros. Una buena idea para relanzar este tipo de financiación es incentivarla con instrumentos del sector público, como ha ocurrido en Reino Unido, Francia e Israel. La fórmula consiste en crear fondos de fondos que actúen como inversores ancla con el objetivo de atraer inversores privados nacionales e internacionales y multiplicar el capital puesto a disposición de las empresas. Un ejemplo de ello es FOND-ICO Global, un fondo de fondos de capital riesgo creado por el Instituto de Crédito Oficial en 2013.

- *Private equity*. Es un instrumento similar al *venture capital*, si bien actúa en un tramo diferente de la trayectoria empresarial, ya que suele financiar empresas ya consolidadas. La cantidad invertida supera con frecuencia los 100 millones de euros y la participación accionarial que se obtiene a cambio en casi siempre mayoritaria. Las

instituciones de *private equity* obtienen su beneficio al deshacerse posteriormente de su participación en la empresa, bien a través de su venta o de la salida a bolsa. Al igual que ocurre con el *venture capital*, el mercado de *private equity* está menos desarrollado que en los principales países de nuestro entorno. En España, antes de la crisis, el volumen de inversión rondaba los 4.000 millones de euros. En 2013, fue de 2.357 millones.

La irrupción del ‘crowdfunding’

El crowdfunding es el mecanismo de financiación más novedoso y se desconoce su potencial real como recurso para las empresas. Este sistema de cooperación permite a cualquier emprendedor reunir una suma de dinero entre muchas personas para apoyar una determinada iniciativa empresarial, cultural, social o deportiva. Es fácilmente accesible, gracias a Internet, y carece de intermediarios, lo cual simplifica y facilita el proceso. Según la Asociación Española de Crowdfunding, en 2013 la inversión en España fue de 19 millones de euros.

Cuadro 28.
Volumen de inversión (2013)

		España	Europa	EEUU
	Fase de la empresa	Volumen de inversión (Millones de €)	Volumen de inversión (Millones de €)	Volumen de inversión (Millones de €)
Private equity	Crecimiento/ consolidación	2.357	32.300	322.580
Venture Capital	Arranque/ crecimiento	208	3.400	23.561
Business Angels	Semilla/ arranque	58	5.543	17.500
Crowdfunding	Semilla/ arranque	19	735*	1.290*

Fuente: EVCA, PE Growth Capital Council Annual Report 2013, NVCA, Eurostat, EBAN, Informe GEM España, Asociación Española de Crowdfunding.

El fenómeno de la microfinanciación colectiva o crowdfunding merece un examen detenido. En puridad, no se trata de una nueva modalidad de financiación, porque se emplea desde hace mucho tiempo (así se financió la Estatua de la Libertad de Nueva York), pero está atrayendo de forma creciente la atención de las empresas y de los inversores por la extraordinaria facilidad de uso que le permite Internet y por su elasticidad para adaptarse a cualquier tipo de proyecto. Dependiendo de la naturaleza de los fondos captados se puede hablar principalmente de cuatro modelos de *crowdfunding*:

- La donación. Son contribuciones (monetarias o no) para fines benéficos.
- La recompensa o sistema de preventas. Se ofrece algo simbólico al contribuyente.
- La inversión. La contraprestación es una remuneración financiera, ya sea a través de la participación en los futuros beneficios o de títulos de valores de renta fija o variable.

- El préstamo. El proyecto se compromete a devolver el capital en condiciones predefinidas, con o sin intereses.

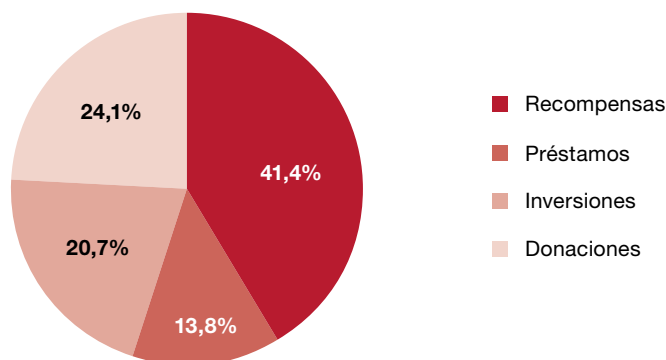
El *crowdfunding* se encuentra en la fase inicial de desarrollo, pero se le reconoce una gran potencial para insertarse en la parte baja de la denominada escalera de financiación, ya que sus costes son reducidos y abre la posibilidad a financiar proyectos innovadores que carecen del nivel de madurez exigido por las fuentes tradicionales de los mercados financieros.

Estas ventajas tienen también su contraparte negativa, ya que al tratarse de un sistema de financiación poco regulado y conocido puede dar lugar a abusos y fraudes. Para remediarlo, los países europeos están adoptando medidas que combinan incentivos a su uso con una regulación precisa del mismo.

En el caso de España, el proyecto de ley de Fomento de la Financiación Empresarial distingue entre dos tipos de inversores: los acreditados y los no acreditados. Los inversores acreditados

Cuadro 29.

Inversión por tipos de “crowdfunding” en España (2011)



Fuente: Asociación Española de Crowdfunding, *The Crowdfunding Industry Report 2011*.

(las instituciones, las empresas grandes y las personas con recursos) no tendrán límites anuales a la inversión.

En cambio, el minorista o inversor no acreditado podrá aportar un máximo de 3.000 euros en un mismo proyecto de una plataforma de financiación participativa y de 10.000 euros en un periodo de 12 meses en el conjunto de los proyectos de esa misma plataforma.

La adopción de estas medidas y el incremento de la regulación de este producto es una señal de que en los próximos años la microfinanciación colectiva puede llegar a tener un peso importante dentro del abanico de instrumentos no bancarios de financiación.

De momento, sin embargo, las cifras son modestas. Según la Asociación Española de *Crowdfunding*, en 2013 se movieron 19 millones de euros en España. Casi la mitad de ese dinero se canalizó a través del sistema de recompensa (ver cuadro 27).

A nivel mundial, según *The Crowdfunding Industry Report*, en 2012

se obtuvieron fondos por importe de 2.700 millones de dólares en todo el mundo repartidos entre un millón de proyectos, siendo Estados Unidos (1.290 millones) y Europa (735 millones) las zonas del mundo más propensas a la utilización de este canal de financiación.

Otras fórmulas de financiación

Las posibilidades de financiación alternativa no se agotan en los mercados regulados, en el capital riesgo o en la financiación colectiva. La creatividad de los mercados para satisfacer las necesidades de las empresas es casi ilimitada y genera nuevas oportunidades de captación de fondos. Veamos otras fórmulas que están teniendo un gran protagonismo en los mercados actuales o que pueden llegar a tenerlo en el medio y largo plazo. Algunos de estos mecanismos encajan en las actividades de lo que se ha dado en llamar banca en la sombra (ver información adjunta al final de este capítulo).

- *Direct lending*. Es un mecanismo de concesión de préstamos por parte de

Las 'family offices' también financian empresas directamente

Una de las fuentes de financiación empresarial con mayor proyección es la de las *family offices*, es decir, las gestoras de patrimonio de las grandes fortunas familiares. Tradicionalmente, las *family offices* se han dedicado a invertir en inmuebles (sobre todo en España), en renta fija y variable, en divisas y en fondos de inversión. Pero cada vez más están fijando su atención en los proyectos de *private equity*, que son aquellos en los que el inversor adquiere una participación mayoritaria o de control del capital de una empresa no cotizada que está en fase de expansión o de consolidación. Según la Asociación Europea de Private Equity y Venture Capital (EVCA, por sus siglas en inglés), los fondos nuevos invertidos en Europa por las *family offices* en capital riesgo en 2013 se elevaron a cerca de 5.000 millones de euros, alrededor del 10% del total, y en la etapa precrisis (2007 y 2008) llegaron a casi 10.000 millones de euros.

Estas inversiones son especialmente interesantes para los grupos familiares en fases, como la actual, de baja rentabilidad de los activos. Por un lado, si la inversión se realiza directamente y la *family office* opera como si fuera una firma de *private equity* (sin la intervención de fondos especializados), se ahorra las comisiones correspondientes, que suelen ser elevadas en términos absolutos. Además, la rentabilidad que se puede obtener de una operación de esta naturaleza es superior a la de otras opciones de inversión. Las *family offices* tienen además la ventaja de que no necesitan captar fondos para financiar el proyecto. En contraposición, se trata de una inversión poco líquida, tiene un mayor riesgo y exige la implicación en el control de la gestión de la empresa.

La financiación a través de operaciones de *private equity* de los grandes grupos familiares también es atractiva para las empresas que necesitan atraer fondos, ya que en general las *family offices* son más pacientes que las firmas convencionales de *private equity*, cuyo horizonte de inversión es limitado (entre tres y siete años), y también suelen ser menos intrusivas desde el punto de vista de la gestión.

fondos de inversión. Su ventaja es que al no estar sometido a la normativa bancaria las operaciones son mucho más ágiles y flexibles. El plazo medio de concesión está entre dos y tres semanas. Durante 2014 se ha observado un volumen considerable de transacciones de *direct lending* en España.

- Titulizaciones y cédulas. Las titulizaciones son el resultado de ceder a un vehículo (*special purpose vehicle*) las rentas provenientes de un activo, y financiar dicha entidad con la emisión de una serie de bonos que tienen derecho a dichos flujos. En la actualidad, en España las titulizaciones son utilizadas por los bancos para refinanciar préstamos mediante la agrupación de activos y su conversión en valores que resulten atractivos para los inversores institucionales. En el caso de las empresas, las titulizaciones también

pueden suponer una fuente de financiación, mediante la cesión de sus flujos de caja a un vehículo que a su vez emite bonos que se hacen acreedores de dichos flujos de caja. Las cédulas son bonos emitidos por una entidad bancaria y respaldados por un activo. A diferencia de las titulizaciones, el banco que las emite sigue teniendo los activos de la base dentro de sus asientos contables y mantiene la responsabilidad última del riesgo de crédito de dichos activos.

- Bonos de proyecto. Son emitidos para financiar proyectos concretos. Mediante este instrumento el comprador del bono se hace acreedor de los flujos de caja del proyecto, pero si quiebra no puede reclamar al sponsor que ha lanzado el proyecto y promovido el bono. Como veremos en secciones posteriores, es un mecanismo relevante en la financiación de infraestructuras.

El empujón público, o cómo crear una bola de nieve

El sector público tiene también instrumentos para apoyar la financiación empresarial, en especial de las pymes. La estrategia consiste, habitualmente, en realizar acciones puntuales de apoyo a las empresas que transmitan confianza a los inversores y permitan activar la bola de nieve de la financiación por parte del capital privado.

Así es como funciona, por ejemplo, Enisa, una empresa pública dependiente del Ministerio de Industria creada en 1982. Enisa (Empresa Nacional de Innovación SA) financia proyectos emprendedores con ideas innovadoras y pymes en fase de crecimiento, por lo general a través de préstamos participativos y a largo plazo, y con un amplio abanico de posibilidades de inversión. Para ello, participa directamente en entidades de capital riesgo y establece con ellas programas de cofinanciación. Asimismo, interviene en Spain Start-up Co-Investment Fund, un programa de coinversión junto a un grupo de inversores especializados, tanto nacionales como extranjeros. Desde su creación, Enisa ha concedido 3.491 préstamos por un importe de 603,9 millones de euros. Parte de esos fondos se han destinado a empresas que han acabado cotizando en el MAB.

También juega un papel preponderante de apoyo a la financiación empresarial el Instituto de Crédito Oficial (ICO), un banco público cuyo objetivo es promover actividades económicas que contribuyan al crecimiento, al desarrollo del país y a la mejora de la distribución de la riqueza nacional, con especial atención a los proyectos de las pymes, aunque también financia grandes proyectos. En este sentido existen dos instrumentos:

1. Financiación distribuida a través del sistema de mediación. Orientadas a las pequeñas y medianas empresas, son

líneas de financiación en las que el ICO actúa a través de las entidades de crédito, es decir, concede los fondos con la intermediación de los bancos. En 2013 se concedieron préstamos por valor de 13.885 millones de euros en 190.000 operaciones.

2. Financiación de grandes proyectos de inversión productiva, públicos o privados. Estas operaciones, en las que el Instituto a menudo participa junto a otras entidades financieras, son analizadas directamente por el ICO y este asume el riesgo del crédito de los préstamos concedidos. En 2013 se formalizaron operaciones directas por importe de 1.253 millones de euros.

Un proceso nada sencillo

Podemos deducir, por tanto, que en los próximos años asistiremos a la desbancarización progresiva de la financiación empresarial. Sin embargo, ese proceso no será ni intenso ni sencillo. Hay razones históricas, culturales y estratégicas que explican la estrecha relación entre los bancos y las empresas españolas y que no será fácil remover. Por una parte, los bancos intentarán aprovechar su profundo conocimiento de las empresas para intervenir en el proceso y participar en la cadena de intermediación, aunque no sean ellos los que provean la financiación. Por otro lado muchos empresarios españoles no están acostumbrados a la transparencia y a la cesión de control que implica en muchas ocasiones el uso de recursos procedentes del mercado. Un tercer obstáculo es que los inversores institucionales españoles no están acostumbrados a invertir en instrumentos de financiación de las empresas, sobre todo cuando su rating es bajo o inexistente.

Por todo ello, cabe concluir que en 2033 la financiación bancaria, aunque decreciente, seguirá siendo muy relevante para las empresas españolas.

Shadow banking, el gigante anónimo

El concepto de *shadow banking*, o banca en la sombra, es muy reciente. Lo acuñó Paul McCulley, un economista norteamericano en 2007. Es tan reciente que ni siquiera hay consenso sobre lo que significa y comprende. El Financial Stability Board, un organismo que integra a los bancos centrales y otras instituciones oficiales de todo el mundo, ha intentado acotar el perímetro del *shadow banking* y lo define como el conjunto de actividades de intermediación del crédito (es decir, coger dinero de los ahorradores y prestarlo a quien lo necesite) que se realizan fuera del sistema bancario regulado.

O sea, más o menos lo que hace la banca, pero sin las restricciones de la banca.

Entre las actividades típicas del *shadow banking* figuran por ejemplo las operaciones de apalancamiento (financiación de una inversión en activos fijos con préstamos), la transformación de vencimientos (la obtención de fondos a corto plazo para invertir en activos a largo), la titulización (conversión de un conjunto de activos financieros poco líquidos en títulos negociables), los acuerdos de recompra de activos o la transferencia del riesgo de crédito (pasar el riesgo de incumplimiento de un prestatario desde el originador del préstamo a un tercero).

La gama de entidades que las realizan es también amplia: fondos de inversión, fondos de mercado monetario, vehículos de titulización, fondos de capital riesgo, determinadas empresas de seguros o reaseguros... Pero las que mueven el mercado mundial no son muchas. Según un estudio de PwC (*Temas candentes de los mercados de capitales para 2013 ¿Qué alternativas tengo a la financiación bancaria?*), las entidades más activas son entre cincuenta y cien fondos británicos y estadounidenses.

La banca en la sombra tiene una creciente importancia en la financiación de las empresas. El carácter no regulado de sus actividades dificulta la medición del fenómeno, pero el Financial Stability Board ha realizado estimaciones que nos da una idea de su gran magnitud. Según sus cálculos, basados en una muestra de 20 países y la zona del euro, en 2012 los activos del *shadow banking* se elevaron a 56,6 billones de euros, lo que representa la mitad de los que tiene el sistema bancario convencional y el 117% del PIB. Su volumen subió mucho entre 2002 y 2007 (lo cual quiere decir que la expansión económica es un buen caldo de cultivo de estas actividades) y su crecimiento, aunque constante, se ralentizó durante la crisis financiera. Es en los países emergentes (China entre ellos) donde el fenómeno ha prendido con mayor fuerza, con ritmos de crecimiento anuales superiores en algunos casos al 20%, aunque el punto de partida era pequeño.

En España, el peso de la banca en la sombra es inferior a la media, tanto en lo que respecta al PIB (71,9%) como en relación con los activos bancarios tradicionales (22,4%), pero no deja de tener un papel significativo en las relaciones de intermediación de crédito.

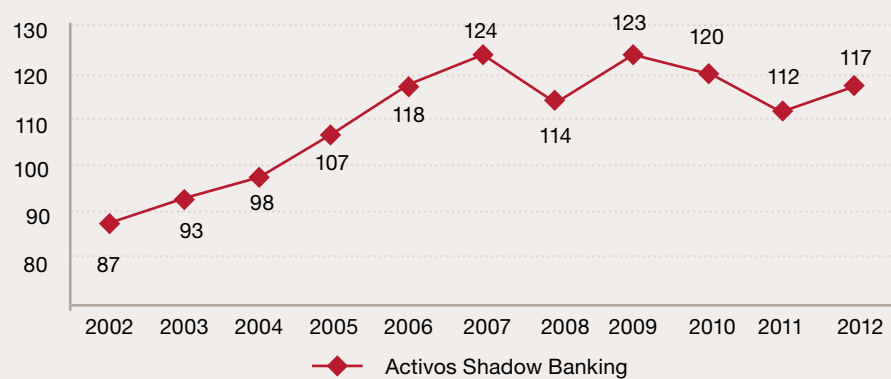
De acuerdo con estas tendencias, ¿qué podemos esperar de este canal de financiación a medio y largo plazo? El *shadow banking* tiene sus ventajas, especialmente en momentos en los que el crédito bancario no fluye como desearían las empresas. Facilita la innovación financiera, canaliza recursos hacia necesidades específicas de manera más eficiente, gracias a su mayor especialización, y es especialmente competente en la provisión de liquidez. En definitiva permite diversificar riesgos al margen del sistema bancario, ya que da acceso a fondos de procedencia muy variada y con muy diferente perfil de riesgo.

Simultáneamente, sin embargo, el *shadow banking* despierta muchos recelos. El nombre, que nos remite a prácticas oscuras y opacas, no ayuda mucho. El sector bancario tradicional tampoco lo ve con buenos ojos, por razones obvias de competencia, aunque algunos bancos han llegado a acuerdos de colaboración con fondos que realizan este tipo de actividades, en lo que podríamos pensar es una estrategia basada en la idea de que “si no puedes vencer al enemigo, únete a él”.

Pero donde más preocupación suscita la banca en la sombra es entre los organismos reguladores y supervisores, que no dejan de advertir sobre los riesgos de un abuso de sus actividades. Un ejemplo: Mark Carney, que es gobernador del Banco de Inglaterra y presidente del Financial Stability Board, dijo en una entrevista que “la principal amenaza para la economía mundial son los excesos del *shadow banking* en los países emergentes”.

Cuadro 30.

Activos totales de Shadow Banking (% PIB)



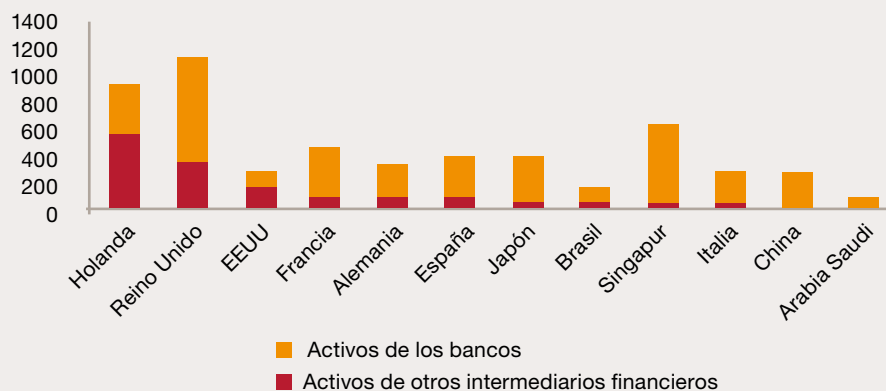
Fuente: Financial Stability Board (FSB), Global Shadow Banking Monitoring Report 2013.

Activos totales (€ billones)



Fuente: Financial Stability Board (FSB), Global Shadow Banking Monitoring Report 2013.

Peso del shadow banking (% PIB)



Fuente: Financial Stability Board (FSB), Global Shadow Banking Monitoring Report 2013.

La preocupación tiene sus antecedentes, porque algunos de los productos típicos de la banca en la sombra, como las operaciones de titulización o los vehículos estructurados complejos, están en la raíz, al menos parcialmente, de la crisis financiera iniciada en 2008. El colapso de esos productos, que estaban garantizados en última instancia por la banca tradicional, fue lo que provocó la espiral de caídas en la valoración de los activos financieros que desembocó en la sequía de los mercados interbancarios.

El *shadow banking* incorpora, en efecto, riesgos sistémicos importantes. Su falta de transparencia y su no sometimiento a las reglas convencionales de regulación y supervisión puede dar lugar a elevados niveles de apalancamiento oculto. La virtual ausencia de capital para absorber pérdidas y la falta de acceso a un respaldo formal de liquidez para impedir las liquidaciones o ventas forzosas de activos son también circunstancias a tener en cuenta. Los problemas pueden multiplicarse, además, si hay una estrecha relación entre estas actividades y la banca tradicional, especialmente en el sistema de garantías, ya que esa conexión puede tener un efecto dominó y llegar a golpear la economía real.

Con estos pros y contras es difícil estimar qué papel jugará la banca en la sombra en la financiación de las empresas en 2033. La tendencia es a ganar protagonismo, pero quizás no en las mismas condiciones de flexibilidad regulatoria y supervisora en las que se mueven actualmente estas actividades. Cuando las entidades bancarias tradicionales están expuestas a fuertes y crecientes presiones por parte de los reguladores, la pregunta es casi inevitable: ¿hace falta una regulación similar a la de Basilea para el *shadow banking*?

El ahorro y la financiación de las familias

España es diferente

En España se ahorra poco. Esto es lo que dice la comparación histórica reciente de la tasa de ahorro de los hogares españoles (entendida como el porcentaje de ahorro bruto respecto a la renta bruta disponible) con los países del entorno europeo.

Sin embargo, la pauta estadística tradicional sufrió notables alteraciones durante la crisis 2008-2013. Como se puede observar en el gráfico adjunto, en 2008 y 2009 hubo un repunte considerable de la tasa de ahorro

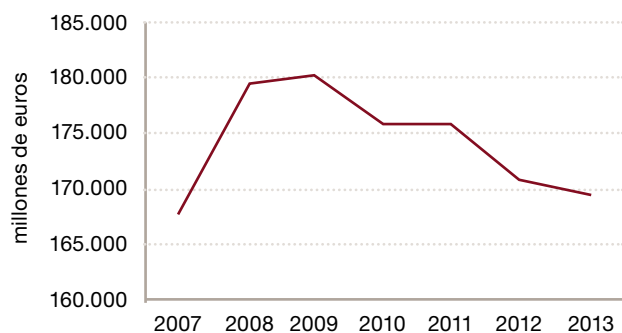
española. Ese movimiento al alza estuvo provocado por un comportamiento de precaución ante la dureza de la crisis, que se combinó con el hecho de que la renta disponible de los hogares, gracias a las aportaciones del Estado, todavía mantenía un cierto tono positivo.

A partir de 2010, la tasa de ahorro empezó a bajar hasta situarse en niveles históricamente bajos, y no porque desapareciera el factor de cautela ante la crisis, sino por la prolongación del proceso de destrucción de empleo y el inicio del ajuste del gasto público, que hizo mella en la renta disponible de las familias.

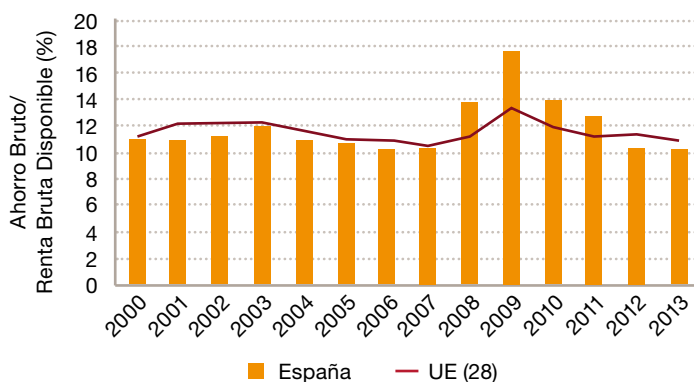
Cuadro 31.

Renta disponible bruta de los hogares españoles y Tasa de ahorro España y UE (28)

Renta disponible bruta de los hogares españoles



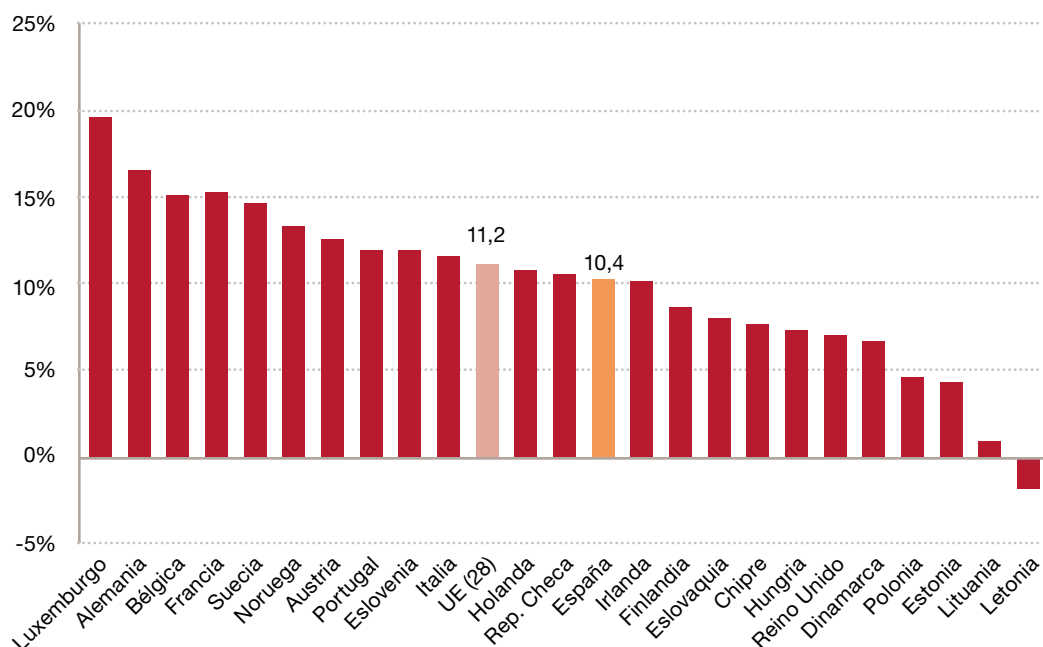
Tasa de ahorro España y UE (28)



Fuente: INE Eurostat.

Cuadro 32.
Tasa de ahorro bruto* de los hogares UE y EEUU (2012)

Luxemburgo	19,7
Alemania	16,4
Bélgica	15,2
Francia	15,2
Suecia	14,8
Noruega	13,5
Austria	12,6
Portugal	12,0
Eslovenia	11,9
Italia	11,6
UE (28)	11,2
Holanda	10,7
Rep. Checa	10,6
España	10,4
Irlanda	10,2
Finlandia	8,6
Eslovaquia	8,2
Chipre	7,9
Hungría	7,4
Reino Unido	7,3
Dinamarca	6,6
Polonia	4,8
Estonia	4,5
EEUU	3,9
Lituania	0,9
Letonia	-1,8



*El ahorro bruto se define como:

Ahorro bruto = Renta disponible bruta - Gasto en Consumo final - Ajuste por variación de participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones.

Fuente: Eurostat, Bureau of Labor Statistics.

En España, por tanto, se ahorra por lo general menos que en Europa. Y además, se ahorra de forma muy distinta. El ahorro de los hogares españoles difiere mucho de los del resto de países occidentales, ya que está muy concentrado en los activos reales o no financieros (el 84% del total corresponde a esta categoría), entre los que predomina claramente la inversión inmobiliaria. Algunos países de nuestro entorno más cercano, como Francia o Italia, también presentan tasas elevadas de ahorro no financiero, aunque en

ningún caso se acercan a los niveles de España.

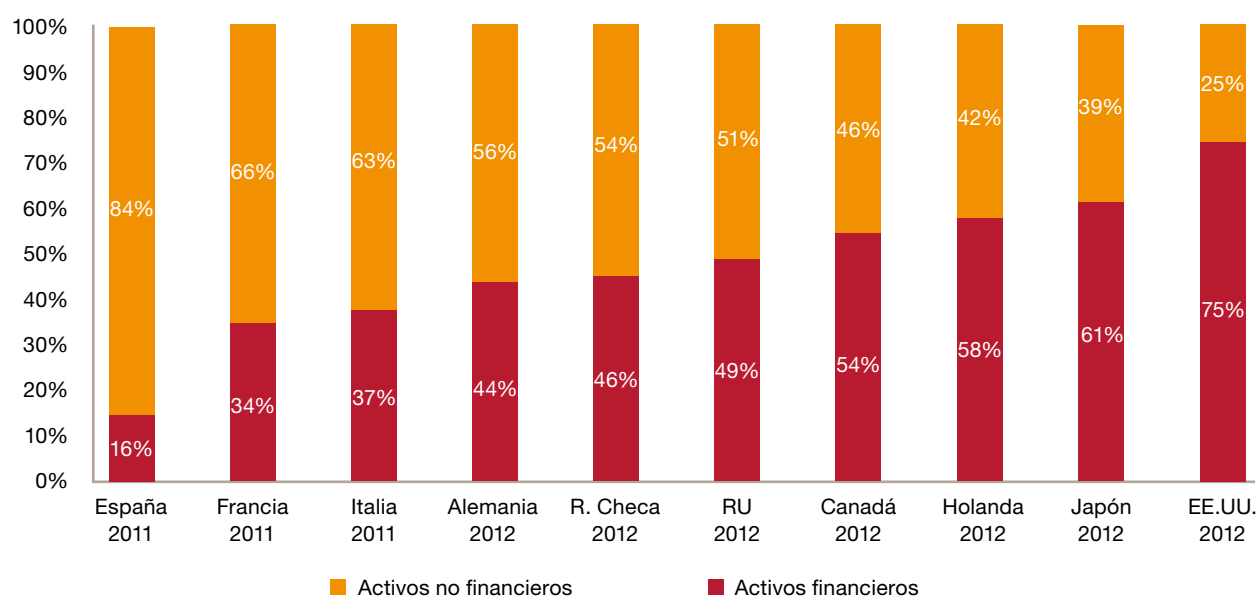
La preponderancia de los activos no financieros en la estructura de ahorro de las familias españolas tiene una sencilla explicación: su predilección (casi diríamos su pasión) por las propiedades inmobiliarias. España es uno de los países de Europa con un mayor porcentaje de hogares que son propietarios de su vivienda principal (un 82,7%, solo por detrás de Eslovaquia).

Además, tiene también un índice muy alto de familias con otros activos inmobiliarios (un 36,2%).

Por otra parte, el elevado peso de la vivienda en la cartera de los hogares implica una financiación ajena a largo plazo, lo que les genera un elevado nivel de endeudamiento y acaba por limitar la

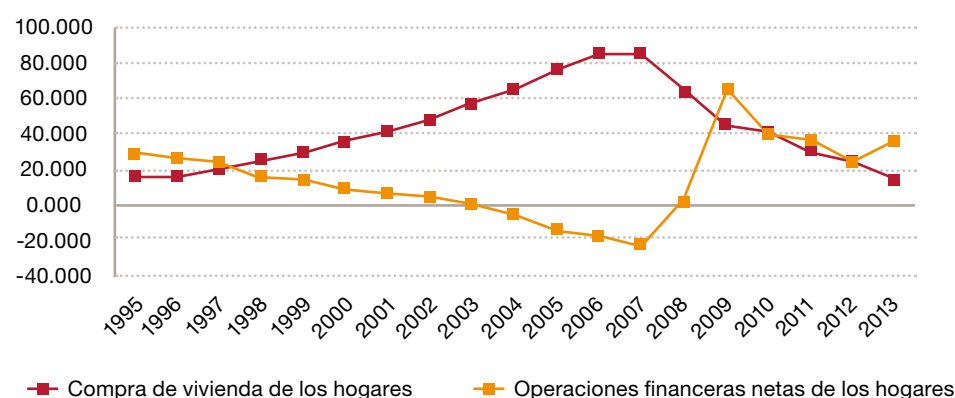
posibilidad de que destinen dinero ahorrado a activos financieros. El ejemplo extremo de esta fagocitación se dio en la década 1997-2007 (ver cuadro 33), cuando el boom inmobiliario desató tal fiebre que dejó la inversión en activos financieros en saldos negativos. Y el poco dinero que les queda a los hogares españoles después de destinar

Cuadro 33.
Estructura del ahorro de los hogares



Fuente: Banco de España (Encuesta Financiera de las Familias 2011) y OCDE.

Cuadro 34.
Comparativa de la inversión en vivienda y la inversión financiera de los hogares (millones de euros)



Fuente: Banco de España y Fundación de Estudios Financieros (FEF).

la mayor parte de sus recursos a la vivienda lo suelen dedicar a activos financieros conservadores. Este es otro rasgo diferencial de la estructura del ahorro en España. Prácticamente la mitad (el 47,8%) del ahorro en activos financieros se concentra en efectivo y depósitos. Es el porcentaje más alto de Europa, que tiene un promedio del 33%. La cuarta parte de los activos financieros son instrumentos de mayor riesgo, como fondos de inversión y acciones cotizadas (12,8% del total), y fondos de pensiones y seguros (también 12,8%). En ambos casos, pero sobre todo en el de los fondos de pensiones, el porcentaje es muy inferior a la media europea.

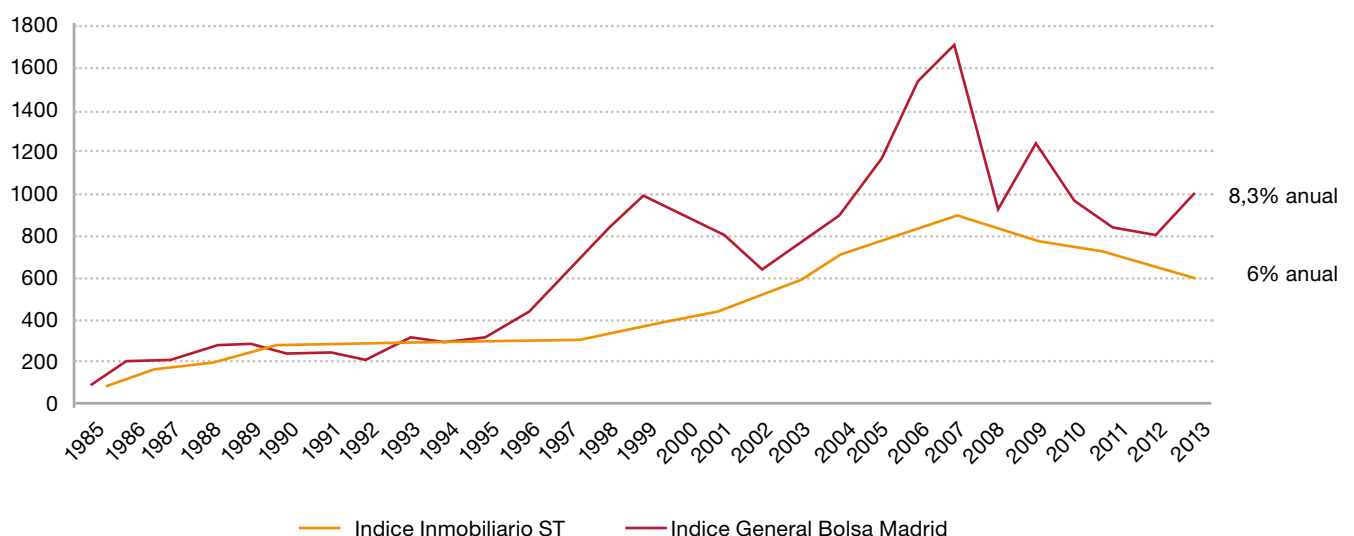
La bien diferenciada estructura del ahorro de las familias españolas está influida por tres rasgos fundamentales:

1. La visión de la vivienda como un instrumento de inversión. Frente al concepto, arraigado en Europa, de que la vivienda es un bien de uso, el boom inmobiliario acentuó en España la percepción de que era un producto de inversión idóneo para colocar el ahorro de los hogares y que competía

con ventaja frente a otros activos. Esta idea estaba apoyada en la tesis, luego desmentida por la realidad, de que el precio de la vivienda siempre sube. Además, las ventajas fiscales, mayores que las de otros países, constituían un atractivo irresistible para los potenciales compradores. La deducción por compra de vivienda habitual fue eliminada en 2013 para las nuevas operaciones.

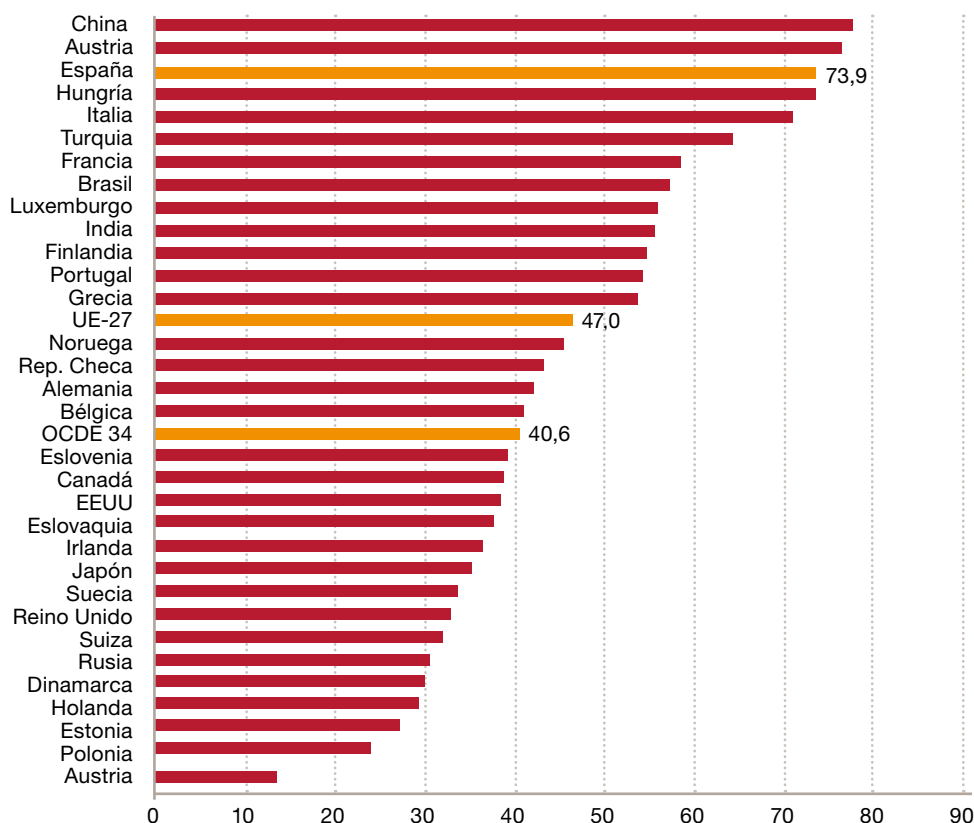
2. La escasa cultura financiera. Mientras los productos financieros han crecido en variedad, refinamiento y complejidad, la sociedad española sigue apegada a criterios de rentabilidad tradicionales, lo que ha determinado en última instancia el fuerte desequilibrio entre el ahorro inmobiliario y los activos financieros. El déficit de conocimientos financieros está en la raíz de la obsesión de las familias españolas por los activos inmobiliarios, pese a que históricamente (ver cuadro 33) el precio de la vivienda se ha revalorizado menos que las acciones en bolsa, si tomamos como referencia los últimos veinte años.

Cuadro 35.
Revalorización de la vivienda y de la bolsa



Fuente: Sociedad de tasación.

Cuadro 36.

Tasa bruta de sustitución* de las pensiones públicas de jubilación en algunos países de la OCDE (2012)

* La tasa bruta de sustitución es definida como la relación entre la prestación pública recibida y los ingresos que recibe un trabajador previamente a su jubilación.

La tasa hace referencia a la tasa antes de impuestos sobre los ingresos y las pensiones

El cálculo de la tasa se realiza para un trabajador con ingresos medios que entra en el mercado laboral en 2012 a la edad de 20 años (edad media de entrada en el mercado laboral para los países de la OCDE) y se retira a la edad legal de jubilación.

Incluye además el impacto de las reformas que se hayan llevado a cabo hasta ese año.

Fuente: OCDE, *Pensions at a Glance* (2013).

3. La elevada tasa de sustitución o reemplazo del sistema público de pensiones. La cuantía de la pensión de jubilación supone casi las tres cuartas partes del salario previo del trabajador, cuando la media de la Unión Europea es inferior al 50% (ver cuadro 34).

Esta elevada tasa de sustitución, y el consecuente aseguramiento de un nivel de renta comparativamente aceptable, ha hecho que los ciudadanos tengan poca conciencia de la necesidad de ahorrar en instrumentos complementarios, lo que explica el escaso desarrollo del sistema privado de previsión social en España.

Por ejemplo, el patrimonio de los planes de pensiones (incluidos los planes de

empleo que promueven las empresas) representa sólo el 8,4% del PIB, muy lejos de la media ponderada del 77% del conjunto de los países de la OCDE.

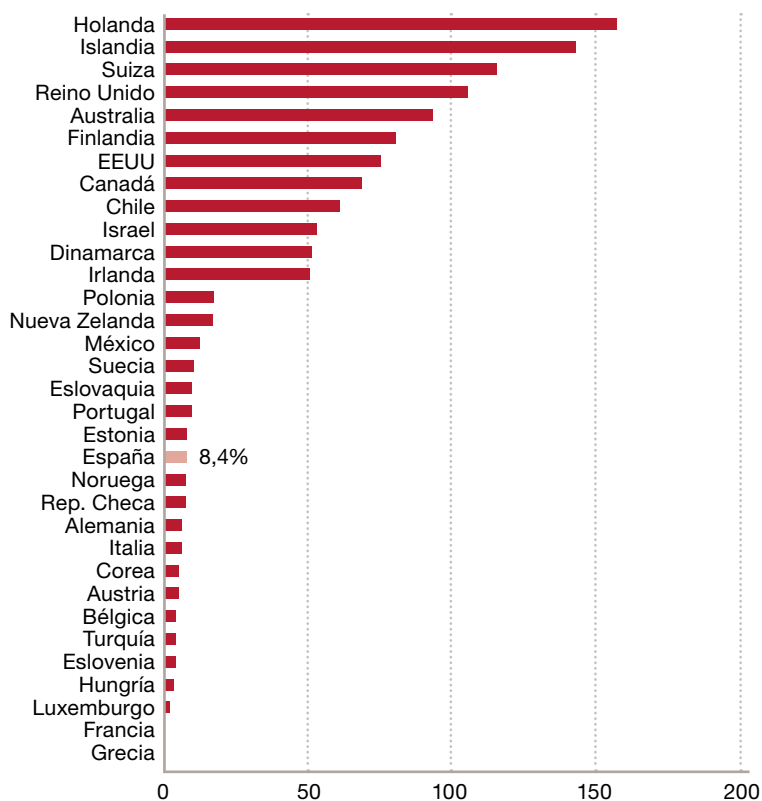
El infradesarrollo de los planes de pensiones tiene causas variadas. Además de la elevada tasa de sustitución de las pensiones públicas, los planes de pensiones privados tienen muy poca liquidez, han sido comercializados más como incentivo fiscal que como instrumento de ahorro y en su vertiente empresarial son difíciles de gestionar. En este sentido, el Gobierno ha aprobado en 2014 un paquete de medidas que pretende facilitar la inversión en activos financieros como complemento a las

pensiones públicas: fondos de pensiones, contratos de seguros, etc. Entre las medidas aprobadas figura el incremento de la liquidez de los planes de pensiones (podrán rescatarse los fondos de más de diez años de antigüedad) y la mejora de

la fiscalidad en operaciones relacionadas con la inversión en productos para complementar la pensión (los mayores de 65 años no tendrán que tributar por las plusvalías generadas en sus activos si las invierten en planes de renta vitalicia).

Cuadro 37.

Peso de los activos en fondos de pensiones, % de inversiones respecto al PIB (OCDE, 2012)



Fuente: OCDE.

El problema de la educación financiera

Uno de los problemas asociados al nivel de ahorro presente y futuro de las familias españolas y a la correcta asignación de sus recursos es la escasa cultura financiera. Así lo pone de manifiesto al menos el informe PISA de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), que agrupa a los países más desarrollados del mundo. Este informe realizó por primera vez en 2012 una evaluación de la competencia financiera de los estudiantes de 15 años. La conclusión es que España está claramente por debajo de la media (ver tabla adjunta), si bien esos resultados no son muy distintos de los conseguidos en otras competencias, como matemáticas o resolución de problemas.

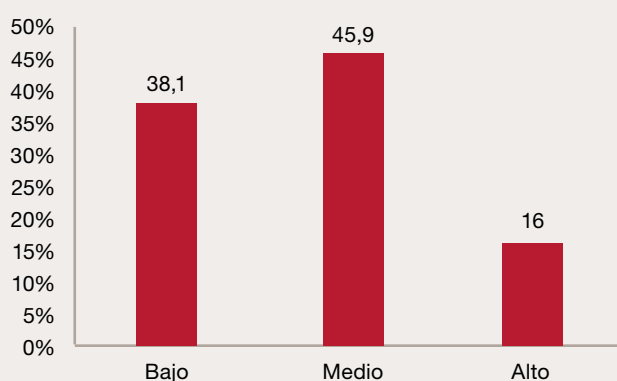
Una encuesta de autoevaluación realizada por la asociación de usuarios de banca Adicae señala por otra parte que los españoles no tienen una buena opinión en general sobre sus propios conocimientos financieros. Un 38,1% de los consultados admite que su nivel es bajo.

Informe Pisa (Ranking en base a la media de puntos obtenidos)

Shangai-China	603
Flandes-Belgica	541
Estonia	529
Australia	526
Nueva Zelanda	520
Rep. Checa	513
Polonia	510
Letonia	501
Promedio OCDE	500
EEUU	492
Rusia	486
Francia	486
Eslovenia	485
España	484
Croacia	480
Israel	476
Eslovaquia	470
Italia	466
Colombia	379

Fuente: Informe PISA 2012, competencia financiera.

¿Que nivel de cultura financiera cree que tiene?



Fuente: ADICAE, Nivel de educación financiera de la población española.

Esta falta de conocimientos tiene un impacto negativo sobre la vida de los ciudadanos, que deben enfrentarse a decisiones de ahorro y endeudamiento cada vez más complejas, por la aparición de nuevos canales y productos financieros crecientemente sofisticados, que en la mayoría de los casos suponen una transferencia de riesgo a los consumidores.

Es por ello por lo que diversas organizaciones internacionales (como la OCDE, la Comisión Europea o el G-20) han adoptado iniciativas para promover la alfabetización financiera. En España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y el Banco de España lanzaron en 2008 su Plan de Educación Financiera, que se renovó para el periodo 2013-2017, y que incluye intervenciones en el ámbito escolar, actividades de divulgación y acuerdos de colaboración con numerosas entidades para fomentar el aprendizaje de las competencias financieras, tanto entre los jóvenes como entre las personas mayores.

Existen numerosos estudios que confirman los beneficios de la educación financiera. Bernheim y Garret, dos investigadores norteamericanos, han concluido que los conocimientos financieros incrementan significativamente la tasa de ahorro de los individuos, tanto en términos generales como en relación con la jubilación, y en el caso de los jóvenes anticipan un mayor nivel de riqueza en la edad adulta. Otros estudios prueban una correlación positiva entre educación financiera y planificación de la jubilación, ahorro en fondos de inversión y participación en el mercado de acciones.

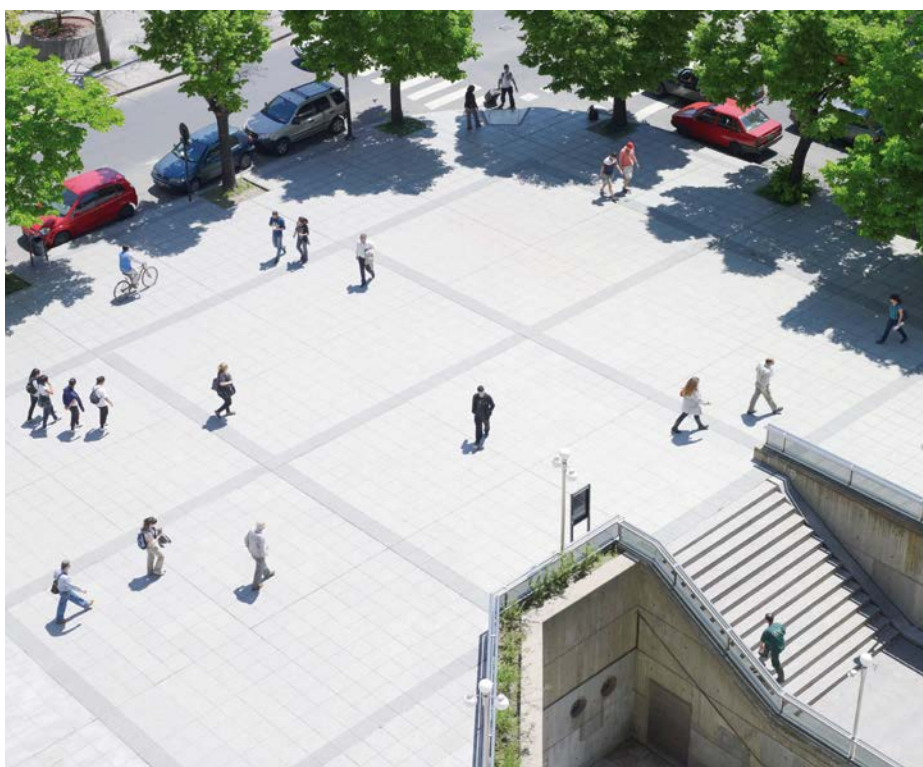
El ahorro que viene: factores determinantes

La evolución de las tasas de ahorro de los hogares está determinada, fundamentalmente, por la evolución económica y demográfica. Veamos las previsiones para ambas variables, que nos van a permitir delimitar el escenario en el que se va a mover el ahorro familiar en los próximos veinte años.

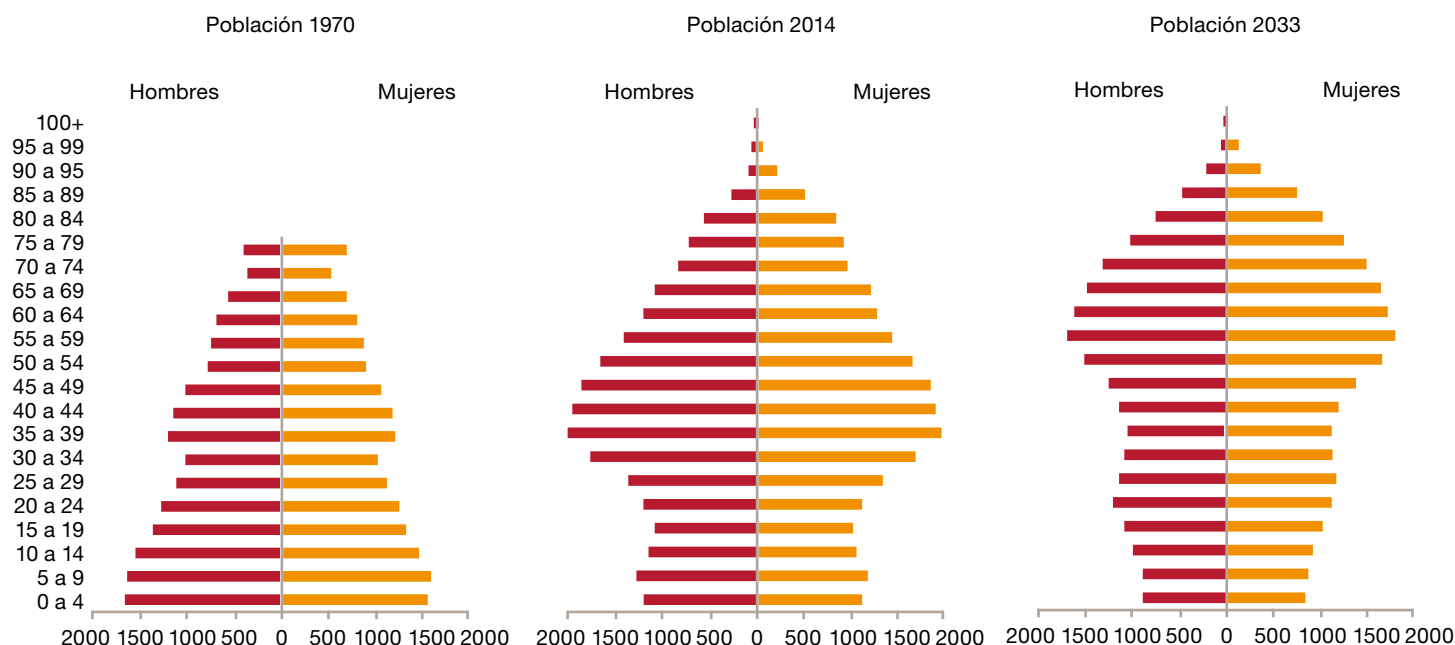
1. El crecimiento económico (el marco). En términos generales, el ahorro a largo plazo es el principal determinante de la inversión y constituye por tanto un elemento esencial para el crecimiento económico, que a su vez retroalimenta el flujo del ahorro y de la acumulación de capital. Mientras que en una economía cerrada la inversión está limitada por el ahorro interno, en economías abiertas la inversión puede ser financiada también con ahorro externo, como ocurrió en España durante la fase de expansión

económica. De cualquier modo, para los países desarrollados se considera que un punto de crecimiento del ahorro se traduce en 0,9 puntos de crecimiento de la inversión, según acreditaron el economista Martin Feldstein y otros investigadores.

En el caso español, el ahorro interno se perfila como un elemento clave para la economía en los próximos años. En concreto, el ahorro de las familias jugará previsiblemente un papel importante en la financiación de la economía, contribuyendo al crecimiento del tejido productivo nacional. El informe *La economía española en 2033*, realizado por PwC, estima que en las próximas dos décadas el crecimiento de la economía española (un 42% sobre el PIB de 2013), descansará fundamentalmente en un incremento intensivo en capital, asociado a una recuperación inmediata del ahorro privado y una senda más larga de restablecimiento del ahorro público.



Cuadro 38.

Evolución pirámide poblacional, 1970-2014-2033

Fuente: INE y elaboración propia.

2.La evolución demográfica (la

clave). Es presumiblemente el mayor condicionante de la evolución del ahorro durante las próximas décadas, por su potencial impacto en los sistemas de pensiones y en el nivel de gasto público. Todas las estimaciones coinciden en que las economías desarrolladas, incluida la española, experimentarán en las próximas décadas un proceso de envejecimiento de la población que cambiará de forma significativa el perfil de su pirámide demográfica. En el caso de España, se prevé que la población mayor de 65 años pase del 16% en 2008 al 28% en 2033 y al 32% en 2050.

El envejecimiento de la población en España es el resultado de una mezcla de tres factores. Los dos primeros son estructurales. Por un lado, en las últimas décadas se ha producido un

descenso notable de la tasa de natalidad. España es uno de los países del mundo con menos hijos por mujer (1,3). Por otra parte, España tiene una de las esperanzas de vida más altas del mundo (casi 83 años), junto a Japón, Islandia y Suiza, y se estima que seguirá aumentando en alrededor de un año por década. El tercer factor, de carácter más coyuntural, es el cambio de sentido en el flujo migratorio. Durante el periodo de expansión (2000-2007), la entrada masiva de emigrantes en España, por lo general jóvenes en edad de trabajar, compensó de sobra el efecto pinza de la combinación de baja natalidad y alta esperanza de vida. Sin embargo, el aumento del nivel de paro provocado por el estallido de la crisis ha invertido la tendencia y el saldo migratorio es en la actualidad negativo. Según las proyecciones del INE, hasta 2018

seguirán registrándose más salidas que entradas, pero el signo positivo se recuperará a partir de ese año.

Desde un punto de vista económico, una de las principales consecuencias del envejecimiento de la población es su impacto negativo sobre la sostenibilidad de los sistemas públicos de pensiones, sometidos a una creciente tensión financiera por el desequilibrio entre cotizantes y jubilados. En el caso de España, las proyecciones de la Comisión Europea indican que la tasa de dependencia (es decir, el número de activos cotizantes por cada pensionista) bajará de forma considerable, al pasar de 2,4 en 2010 a

cerca de 1,8 en 2033. Esta tendencia, que se traduce en que proporcionalmente cada vez hay menos aportaciones para cubrir un número creciente de prestaciones, amenaza con generar un agujero importante en el sistema público de pensiones.

El gasto en pensiones públicas en España representa en la actualidad un porcentaje con respecto al PIB inferior al de otros países, pero tiende a equipararse e incluso a superar la media europea en el muy largo plazo, según las proyecciones elaboradas por la Comisión Europea (ver tabla adjunta)

Cuadro 39.

Proyecciones gastos en pensiones públicas (% PIB)

	2010	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060	Cambio 2010-2060
Luxemburgo	9,2	9,9	10,8	12,4	14,0	15,4	16,5	17,6	18,1	18,7	18,6	9,4
Bélgica	11,0	11,9	13,1	14,5	15,5	16,2	16,5	16,7	16,7	16,8	16,6	5,6
Irlanda	7,5	8,3	9,0	9,0	9,0	9,4	10,0	10,6	11,4	11,7	11,7	4,1
España	10,1	10,4	10,6	10,5	10,6	11,3	12,3	13,3	14,0	14,0	13,7	3,6
Holanda	6,8	6,8	7,4	8,3	9,1	10,0	10,4	10,5	10,4	10,4	10,4	3,6
Finlandia	12,0	12,8	14,0	14,9	15,6	15,5	15,2	14,9	14,9	15,1	15,2	3,2
Alemania	10,8	10,5	10,9	11,4	12,0	12,4	12,7	12,8	13,0	13,2	13,4	2,6
Austria	14,1	14,4	15,1	16,1	16,7	16,7	16,5	16,4	16,4	16,4	16,1	2,0
Euro Zona	12,2	12,1	12,3	12,6	13,1	13,5	13,9	14,2	14,3	14,2	14,1	2,0
UE-27	11,3	11,2	11,3	11,5	11,9	12,3	12,6	12,7	12,8	12,9	12,9	1,5
Reino Unido	7,7	7,4	7,0	7,3	7,7	8,0	8,2	8,0	8,2	8,7	9,2	1,5
Grecia	13,6	14,1	13,7	13,6	14,1	14,6	14,9	15,3	15,4	15,0	14,6	1,0
Suecia	9,6	9,7	9,6	9,8	10,1	10,2	10,2	9,9	9,9	10,1	10,2	0,6
Francia	14,6	14,4	14,4	14,5	14,9	15,2	15,2	15,2	15,1	15,1	15,1	0,5
Portugal	12,5	13,3	13,5	13,4	13,2	13,1	13,1	13,2	13,1	12,9	12,7	0,2
Dinamarca	10,1	10,4	10,8	10,6	10,7	10,5	10,3	10,0	9,6	9,5	9,5	-0,6
Italia	15,3	14,9	14,5	14,4	14,5	15,0	15,6	15,9	15,7	15,0	14,4	-0,9

Fuente: Comisión Europea Ageing Report 2012.

La cascada de reformas de las pensiones

Los problemas de sostenibilidad del sistema público de pensiones no son nuevos y en los últimos treinta años se han realizado diversas reformas para corregirlos. El primer cambio significativo se realizó en 1985, cuando se aumentó el periodo mínimo de cotización de diez a quince años y el cómputo para calcular la pensión pasó de dos a ocho años. En 1997 se le dio otro buen repaso al sistema, ampliando el periodo de cómputo de la base reguladora a 15 años y estableciendo un sistema de revalorización de las pensiones basado en la inflación prevista. En 2002 y 2007 se realizaron nuevos retoques en aspectos no fundamentales.

Pero son las reformas más recientes las que han transformado el modelo, modificando aspectos considerados hasta ese momento intocables. En 2011 se aprobó el aumento, escalonado en 15 años, de la edad legal de jubilación desde los 65 a los 67 años, además de ampliarse, también con carácter progresivo, el periodo de cálculo de la base reguladora hasta 25 años. En 2013 la reforma afectó profundamente a la metodología de revalorización de las pensiones, que se desligó de la tradicional referencia de la subida de los precios. Desde 2014, la actualización anual de las prestaciones se realiza a través de una compleja fórmula que toma en consideración las cuentas pasadas y futuras de la Seguridad Social, con un rango de aumento de entre el 0,25% y la inflación más 0,5 puntos.

La reforma de 2013 también prevé la introducción a medio plazo del denominado factor de sostenibilidad, que altera el concepto histórico de determinación de la cuantía inicial de la prestación, basada exclusivamente en el historial laboral del pensionista (aportaciones, años de cotización, edad de jubilación...). A partir de 2019, se tendrá en cuenta también como factor corrector la esperanza de vida de la población pensionista, con el fin de adaptar el gasto del sistema a la evolución demográfica. De esta manera, si aumenta la esperanza de vida, como ha venido ocurriendo en las últimas décadas, y por tanto se alarga el periodo de cobro de la prestación, se reduce la cuantía inicial de la jubilación, para que el resultado final de lo que recibe el pensionista, en términos agregados, sea neutro. La aplicación del factor de sostenibilidad implica que la pensión inicial de las generaciones que se jubilen en el futuro será menor que la de las actuales a igualdad de años de actividad laboral.

	2013	2022	2027
Edad Legal de jubilación	65 años y un mes	66 y 2 meses	67 años
Periodo para el cálculo de pensión	16 años	25 años	25 años
Años acceso 100% a pensión	35 años	36 años	37 años
Cambio índice de Revalorización		Si*	Si
Factor Sostenibilidad		Si**	Si

* Implantado el 1-01-2014

** Implantación prevista para el 1-01-2019

Fuente: Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios, Una Reforma Medular.

La mayor parte de las reformas realizadas han intentado asegurar a medio y largo plazo el equilibrio financiero del sistema de pensiones, permanentemente amenazado por el envejecimiento de la población y por el deterioro de la relación entre pensionistas y trabajadores, aun a costa de una previsible reducción de la tasa de sustitución de las prestaciones de jubilación.

El proceso de la toma de conciencia

Podemos concluir, por tanto, que los dos principales rasgos del sistema de ahorro de las familias españolas (el apetito por la adquisición de vivienda y la escasa inclinación hacia los sistemas de previsión complementaria por la buena cobertura del sistema público de pensiones) están en discusión.

¿Son los españoles plenamente conscientes de esta situación y de las implicaciones que tiene para su futuro nivel de renta? Podría decirse que el proceso de toma de conciencia ya se ha iniciado, pero no hay datos para suponer que eso se ha traducido en un cambio de los comportamientos del ahorro.

En el caso de la vivienda, el estallido de la burbuja inmobiliaria ha destruido el mito de que los precios de los pisos no pueden bajar y en consecuencia ha devaluado su importancia como bien de inversión. Pero eso no significa que los españoles estén optando por otras opciones, como los fondos de inversión. Este tipo de productos financieros, aunque están creciendo, todavía no han recuperado los niveles previos a la crisis, ni en patrimonio (309.672 millones en octubre de 2014 frente a 314.081 millones en enero de 2008) ni en número de partícipes (8 millones frente a 9,2 millones), según los datos de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (Inverco). Es cierto, por otra parte, que la dureza de la crisis en España, que ha provocado una caída significativa de la renta disponible de las familias, impide de momento sacar conclusiones sobre la evolución del atractivo de los instrumentos de ahorro distintos de la vivienda.

Algo parecido ocurre con el ahorro para la jubilación. La población española es cada vez más consciente de la nueva situación, pero apenas han comenzado a

tomar medidas para adaptarse a la misma. El Observatorio de Pensiones de Caser revela que en 2013 se mantuvo estable en el 34% el porcentaje de personas que ahorran para la jubilación, si bien son cada vez más los que creen que no hay razones para no hacerlo. El Observatorio revela también que persiste el pesimismo sobre el futuro de las pensiones públicas. Un 59% de los encuestados (frente al 57% de 2012) piensa que la cuantía de las prestaciones de la Seguridad Social se reducirá pero que el sistema no está en peligro. En cambio, un 20% (el 17% en 2012) cree que sí desaparecerá.

Dos opciones de futuro no excluyentes

A largo plazo, la prevista reducción de las pensiones públicas (si no en términos absolutos, sí en proporción al salario) y la consecuente pérdida de renta disponible tendrá probablemente un efecto dominó sobre el perfil del ahorro de las familias, que tienen ante sí dos opciones de futuro no excluyentes, aunque tienen un cierto componente generacional, y que incluso se alimentan entre sí.

1. Desinvertir. La opción más sencilla para compensar la caída de la renta disponible es vender lo que uno tiene, y en España eso significa vender la vivienda. El 82,7% de los hogares cuenta con vivienda propia, según datos de 2008. Este porcentaje es de casi el 90% en los jubilados y es de algo menos del 80% para las familias en las que la persona de referencia tiene entre 35 y 44 años. Este último grupo de edad es significativo a los efectos de este estudio, porque es el colectivo que se habrá jubilado o estará a punto de jubilarse en 2033. Estas cifras confirman que una gran parte de los hogares tiene vivienda en propiedad y que por tanto cuando sus personas de referencia lleguen a la edad de jubilación podrán venderla

(directamente o a través de instrumentos como la hipoteca inversa, que permite seguir viviendo en ella) para neutralizar el ajuste en el nivel de las pensiones públicas. Una decisión así tiene un fuerte impacto intergeneracional, porque en la actualidad el principal activo que los padres traspasan a los hijos en las herencias es la vivienda. En cualquier caso, se trata de una opción para situaciones límite y no generalizable.

- 2. Ahorrar más.** Para compensar la pérdida de renta disponible por la reducción de las pensiones y mantener su nivel de consumo, las familias tendrán que ahorrar más (o durante más tiempo) a lo largo de la vida laboral, bien porque prevean que el sistema público no va a cubrir sus necesidades a su jubilación, bien porque tengan que adquirir una vivienda (en especial, si sus padres se deshicieron de la suya), o por ambas cosas a la vez. Esta opción tiene diferentes ramificaciones, en función de la edad de las personas involucradas:
- Los más jóvenes (menos de 35 años) tienen peores perspectivas de jubilación, porque es probable

que la tasa de sustitución (proporción entre pensión y salario previo) sea cada vez más baja. Por lo tanto, para cubrir ese hueco tendrán que empezar a ahorrar antes. Y posiblemente lo hagan con un perfil más arriesgado que sus padres, ya que disponen de más tiempo, seguramente tienen también más cultura financiera y además habrán aprendido las lecciones del pasado (sobre todo, que la vivienda es un bien de uso más que una inversión). Es de esperar, por tanto, que la cartera de ahorro de este grupo de edad sea más voluminosa y al mismo tiempo tenga más activos financieros que inmobiliarios.

- Los maduros (entre 35 y 65 años). Incrementarán su nivel de ahorro pero en menor medida que los jóvenes porque su horizonte temporal es más corto y porque muchos de ellos tienen ya el excedente de sus rentas reservado para el pago de la hipoteca. Al ser propietarios de vivienda, también tienen la opción de venderla para mantener su nivel de consumo tras la jubilación.

Cuadro 40.

Porcentaje de hogares con vivienda principal en propiedad

Edad persona de referencia	España	Zona Euro
16-34	66,6	31,9
35-44	78,8	57,1
45-54	85,0	64,3
55-64	89,4	71,3
65-74	89,0	71,0
75+	89,7	65,2

Fuente: Banco Central Europeo, Encuesta Financiera de las Familias (2013).

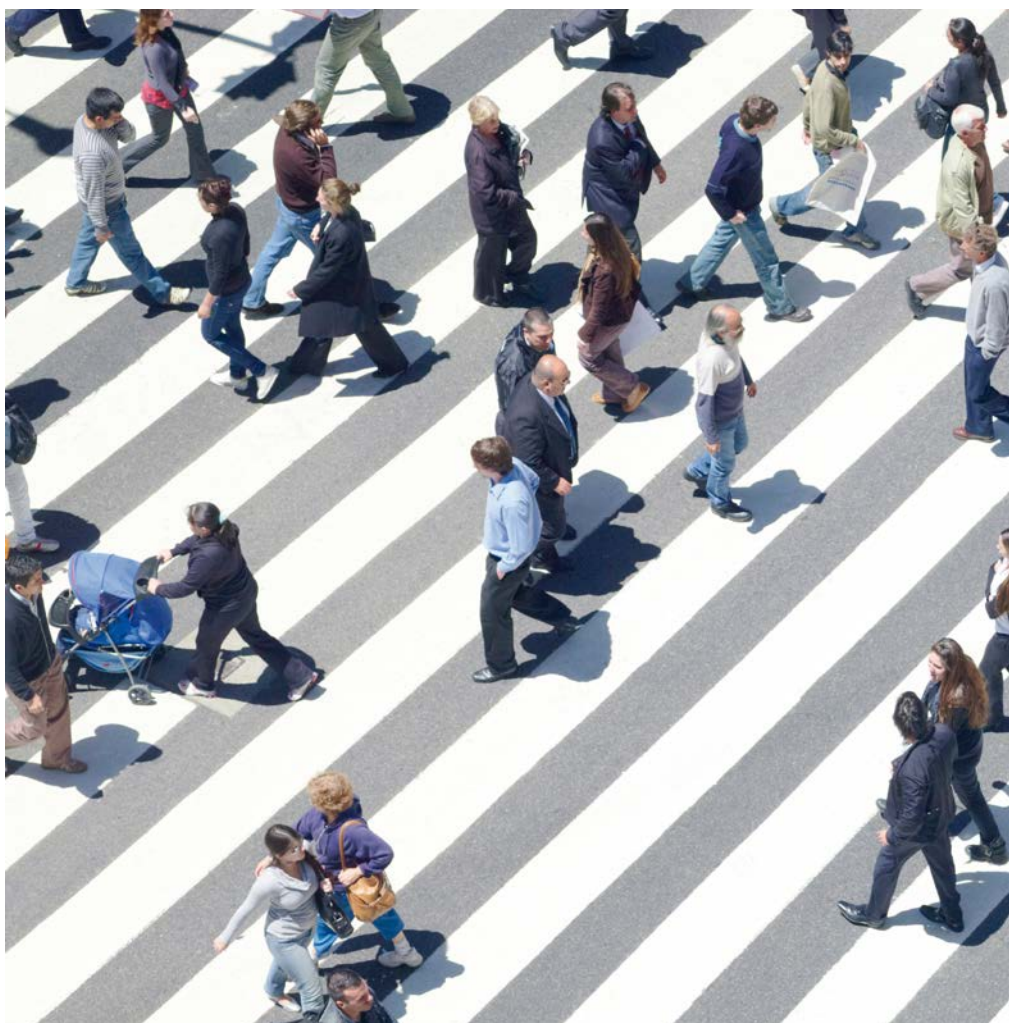
Los impactos a largo plazo

A partir de lo expuesto, podemos concluir que en 2033 las familias españolas habrán cambiado sus hábitos de ahorro, aproximándose a los de los países de nuestro entorno. Estos son los principales impactos en el largo plazo:

- **La tasa de ahorro doméstico subirá.** La necesidad de contrarrestar la previsible reducción del poder adquisitivo de las pensiones forzará a ahorrar más, especialmente a las generaciones más jóvenes. Además, es previsible que el crecimiento de la economía española

en los próximos veinte años se apoye en el incremento de capital, lo que llevará asociado un aumento del ahorro, en particular el de los hogares.

- **La estructura del ahorro será diferente.** La inversión en vivienda volverá a ser considerada un bien de uso, más que el principal canal de inversión, y perderá peso sobre el ahorro total, ya que la crisis ha sepultado la idea de que el precio de la vivienda siempre sube. Además, el mercado laboral de las próximas décadas estará caracterizado por la mayor movilidad geográfica, lo que

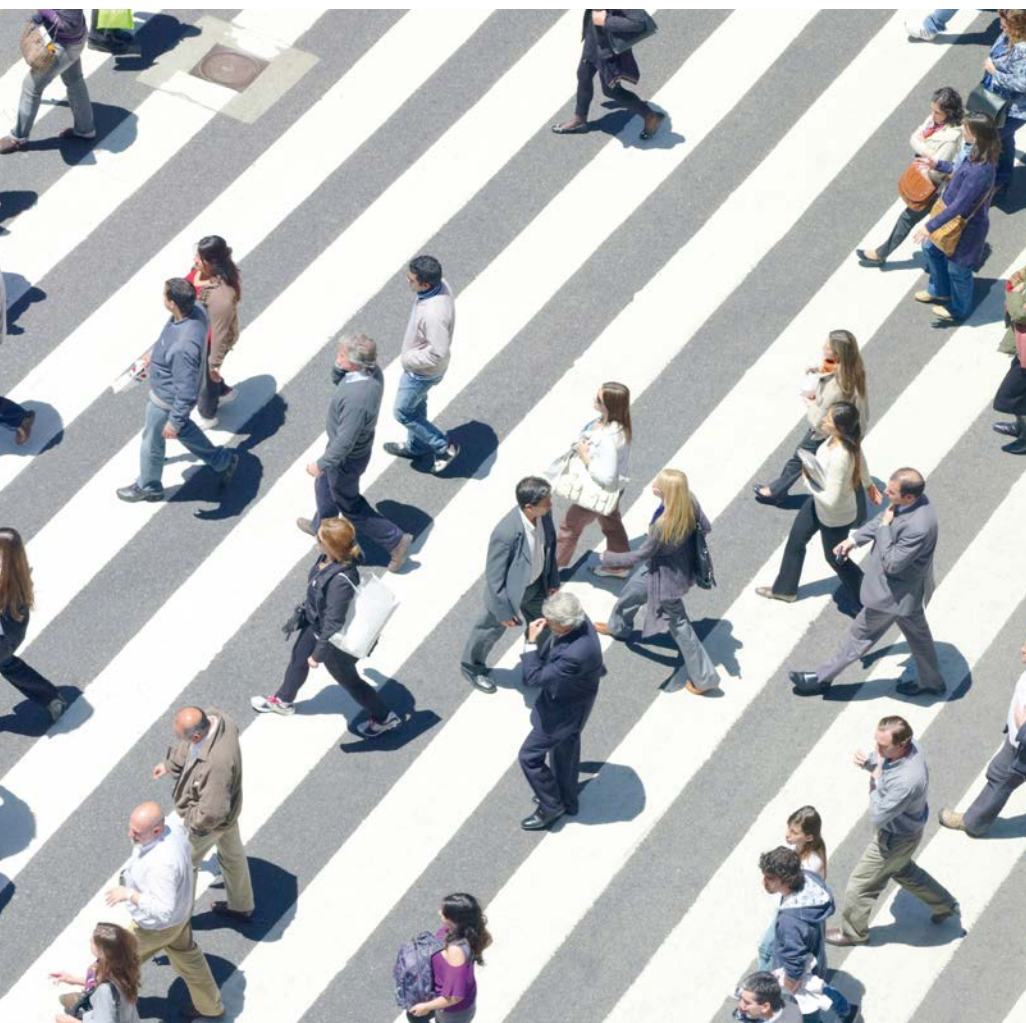


desincentivaré la compra de vivienda y favoreceré el desarrollo del alquiler.

- **Las familias tendrán un perfil de ahorro más arriesgado.** Los hogares empezarán a ahorrar antes, adoptando posiciones menos conservadoras y buscando productos financieros con rentabilidades más elevadas que las que proporcionan los depósitos (fondos de inversión) o que sirvan como complemento a la pensión. Asimismo, tras el proceso de saneamiento y recapitalización del sector financiero español las entidades bancarias ampliarán su

oferta hacia productos con más valor añadido para el ahorrador.

- **Los mercados de capitales serán más profundos.** Es la consecuencia de todo lo anterior. El aumento del peso en la composición del ahorro de los activos financieros con mayor nivel de riesgo (fondos de pensiones, fondos de inversión, etc.) dará profundidad a los mercados de capitales y generará mayor liquidez en el circuito de la financiación, lo que a su vez facilitará la obtención de fondos por parte de las empresas españolas y contribuirá a la expansión de la economía.



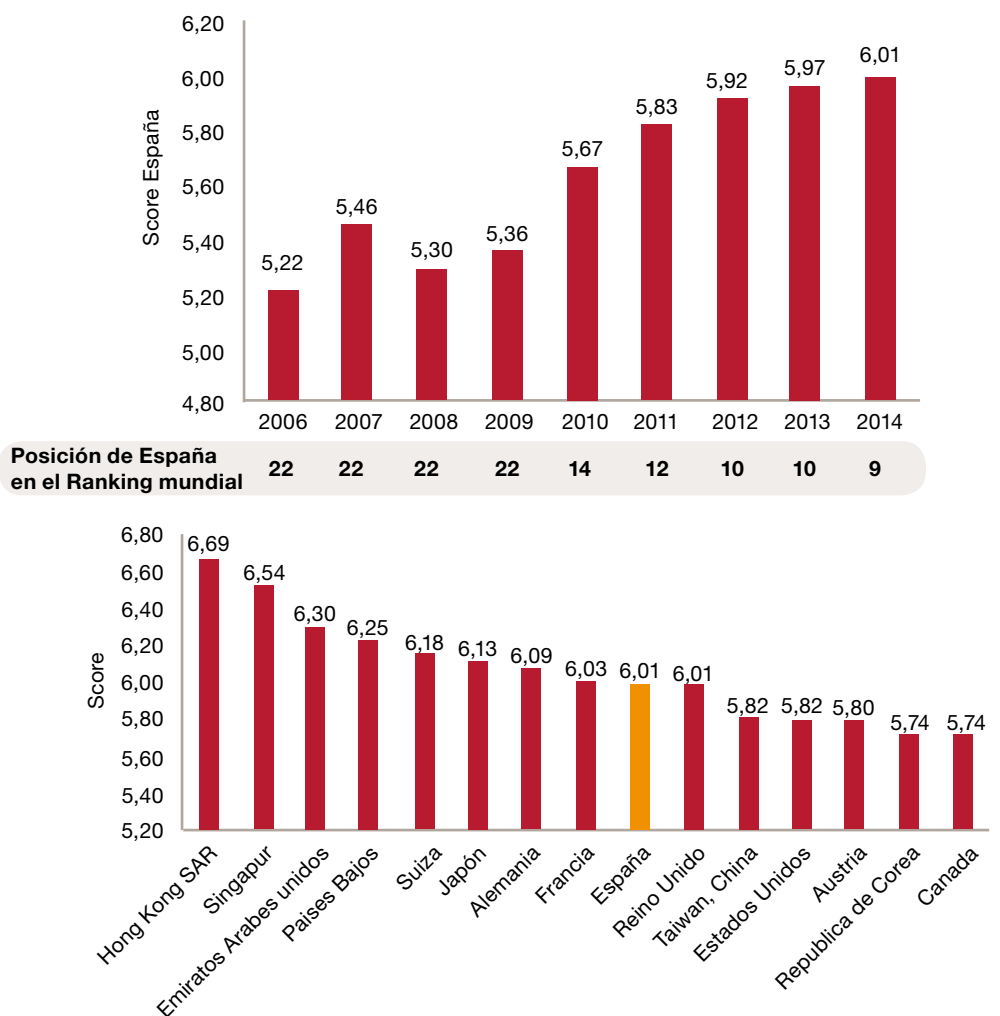
La inversión en infraestructuras

Un país moderno

España está entre los países del mundo con un mayor desarrollo y calidad de sus infraestructuras. La intensa actividad inversora desplegada durante las dos últimas décadas ha permitido a la economía española situarse por encima de la media de la Unión Europea y competir en pie de igualdad con algunos

de los principales países occidentales. Según el ranking publicado en el Informe Mundial de Competitividad 2013-2014, del World Economic Forum, el nivel de desarrollo de las infraestructuras en España es el noveno más alto del mundo, y está por encima del de países como Estados Unidos o Italia y es muy similar al de Alemania, Francia y Reino Unido (ver gráfico 40).

Cuadro 41.
Ranking y puntuación de España términos de desarrollo de infraestructura a nivel mundial (2006-2014)



Fuente: World Economic Forum.

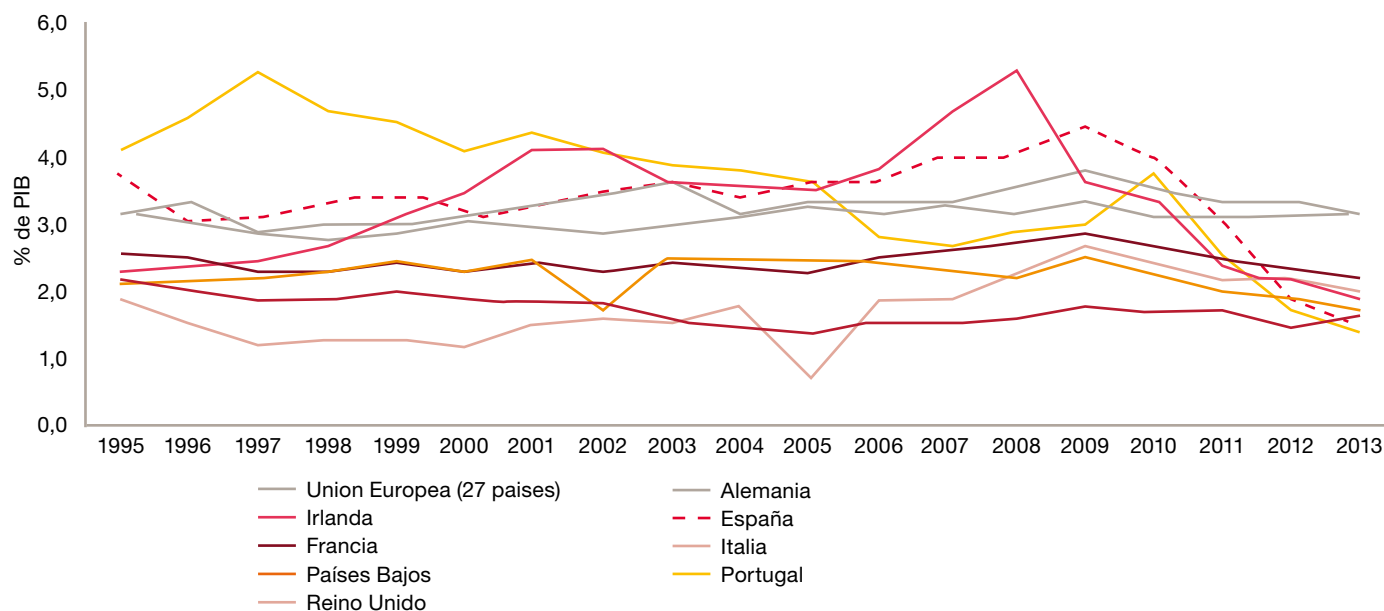
Según el mismo informe, España está particularmente bien dotada en la infraestructuras ferroviarias (es el cuarto país del mundo en este segmento, gracias a la red del AVE), en puertos (con el puesto noveno), aeropuertos (décimo) y carreteras (undécimo), mientras que su desarrollo es inferior en el sector energético y en telecomunicaciones.

El actual nivel de desarrollo de las infraestructuras españolas se debe al fuerte ritmo inversor observado en España

durante las dos últimas décadas. Como se aprecia en el gráfico adjunto, el nivel de Formación Bruta de Capital Fijo del Sector Público (un buen testigo de la evolución de la inversión pública en infraestructuras) se ha mantenido en niveles elevados históricamente, por encima de la media de la Unión Europea.

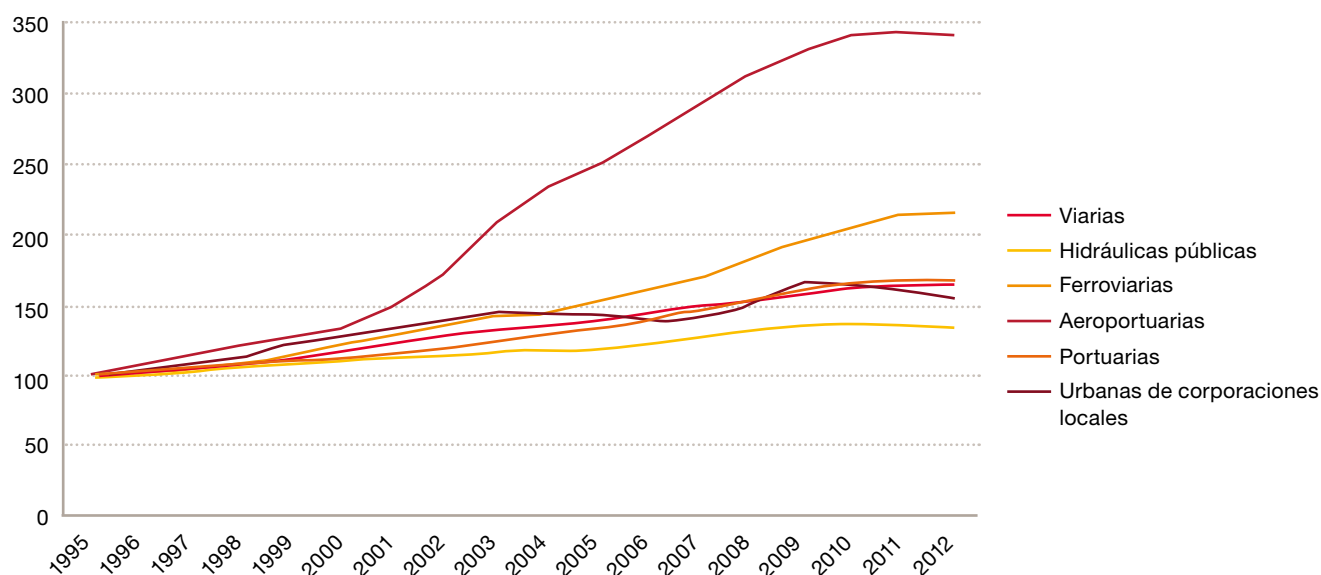
El peso de este indicador en el PIB empezó a resentirse en 2009, como consecuencia del ajuste del gasto público provocado por la crisis económica.

Cuadro 42.
Formación bruta del capital fijo sector público (% PIB)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 43.

Stock de capital neto en infraestructuras en España 1995-2012 (1995=100)

Fuente: BBVA-Ivie.

Sin embargo, este descenso pronunciado de la inversión pública en los últimos años todavía no se ha trasladado de forma significativa al stock de infraestructuras, como se puede ver en el gráfico 41.

Como reflejo, en parte, de la apuesta de España por las infraestructuras en los últimos 20 años, las empresas españolas son líderes mundiales en el sector. Según el ranking publicado en 2014 por la revista *Public Works Financing*, ACS es la primera empresa del mundo en concesión de infraestructuras de transporte, y otras seis empresas españolas están entre las veinte primeras: Globalvía (participada por FCC y Bankia) es la tercera; Abertis, la cuarta; Ferrovial está en el puesto séptimo; Sacyr, en el undécimo; OHL, en el duodécimo, y Acciona ocupa la décimo novena posición.

La masiva inyección de dinero en infraestructuras también ha tenido recientemente efectos colaterales

negativos, al coincidir la fase final del periodo de auge de la inversión con el colapso de la demanda provocado por la crisis económica. El caso más visible es el de las autopistas radiales de Madrid, que se construyeron en base a unas previsiones de tráfico excesivamente optimistas, que al no cumplirse ha provocado la quiebra de los proyectos concesionales asociados. También se advierten señales de sobrecapacidad en puertos y en aeropuertos.

Los fondos públicos y el cielo europeo

La financiación de las infraestructuras en España se ha basado históricamente en el uso de fondos públicos, lo que significa que es el contribuyente el que soporta el coste de la inversión. La financiación puede tener carácter presupuestario (las Administraciones Públicas adjudican partidas específicas para acometer el proyecto o recurrir al endeudamiento) o no presupuestario (modelo de empresa pública que asume

la responsabilidad sobre la infraestructura).

Una parte significativa de ese dinero público destinado a infraestructuras ha llegado del cielo de Europa. Desde su adhesión en 1986 a la entonces Comunidad Económica Europea, España ha sido el principal país receptor de ayudas europeas. Hasta 2013, el volumen de fondos estructurales y de cohesión transferidos superó los 150.000 millones de ellos, con un pico muy alto entre 1994 y 2006. No todo ese dinero era para infraestructuras, pero sí un porcentaje importante (un 30%, por ejemplo, en el período 2007-2013).

Las perspectivas, como puede apreciarse en el gráfico adjunto, son ahora mucho menos halagüeñas. En el periodo 2014-2020, las ayudas europeas disminuyen casi un 20% y España va a dejar de ser el primer receptor, ante la creciente competencia en el reparto de los países del Este, que están mucho

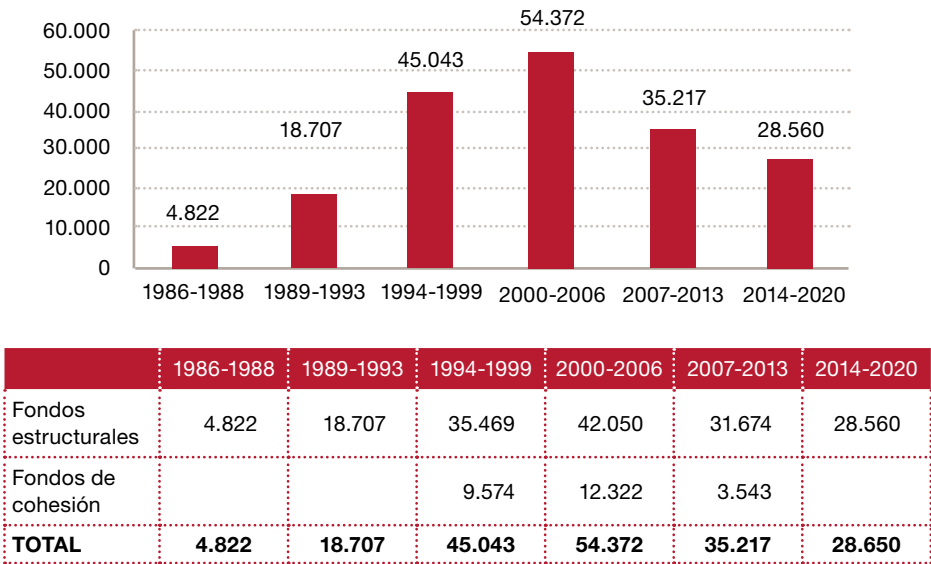
menos desarrollados. Además, es previsible que también se recorte el porcentaje de esas ayudas destinado a infraestructuras.

Otra fuente de financiación europea es el Banco Europeo de Inversiones (BEI), una entidad propiedad de los 28 países de la Unión Europea que acude a los mercados de capitales para obtener fondos y los presta a un tipo de interés bajo para financiar básicamente proyectos de infraestructuras.

En el periodo 2009-2013 España fue el país que más financiación recibió del BEI. Fueron 47.764 millones de euros, es decir, el 14,2% del total.

Junto a los fondos exclusivamente públicos, también se han desarrollado sistemas de financiación mixtos (de colaboración público-privada), en especial en los últimos años, tras la progresiva reducción de las partidas presupuestarias de las Administraciones

Cuadro 44.
Fondos estructurales y de cohesión recibidos por España (millones de €)



Nota: Valores en millones de Euros a precios 2004, excepto 2007-13 a precios corrientes.
Fuente: Comisión Europea.



Públicas. Entre estos modelos, que tienen la ventaja de que no repercuten en el déficit público, destacan los siguientes:

- El modelo concesional. La financiación y gestión de la inversión se realiza a través de una sociedad participada por capital exclusivamente privado. A cambio, la Administración le otorga la concesión y explotación de la obra pública.
- La empresa mixta. La financiación y gestión corre a cargo de una sociedad con participación tanto de capital privado como de la Administración promotora. Su explotación se regula por contrato, en términos similares al modelo concesional.

Tradicionalmente, las infraestructuras de los proyectos de colaboración público-privada se han financiado a través del crédito bancario. El mecanismo más habitual es el denominado *project finance*, un vehículo especializado en la financiación de proyectos de inversión de gran envergadura y a largo plazo. Su principal característica es que la sociedad promotora opera con un elevado ratio de endeudamiento y que las obligaciones financieras de sus

accionistas quedan limitadas a sus aportaciones de capital (financiación sin recurso) o a ciertos compromisos contractuales (con recurso limitado). Antes de la crisis financiera, las entidades bancarias competían entre sí para ofrecer *project finance*, lo que se traducía en una notable oferta de financiación disponible para un amplio abanico de proyectos.

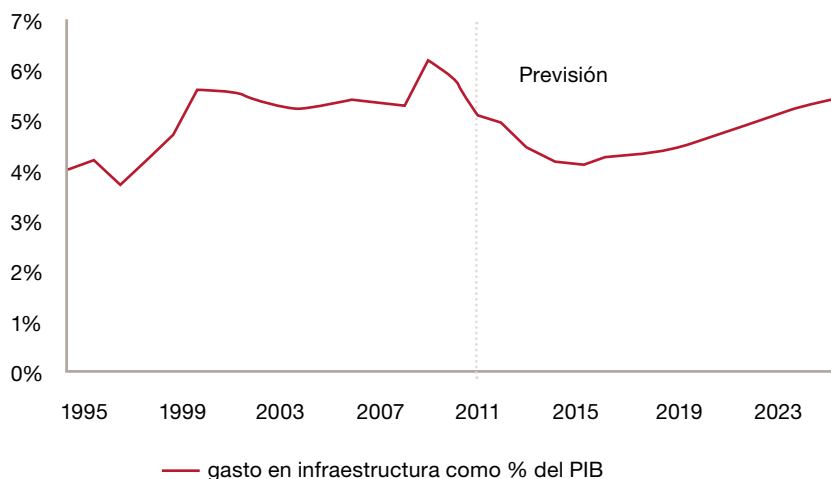
Sin embargo, tras la crisis este mecanismo ha perdido atractivo para los bancos, por su larga duración y sus riesgos, lo que ha dado lugar a la aparición de otras fórmulas de financiación, como luego veremos.

Las perspectivas de un mercado maduro

Partiendo de la base de que el mercado español de infraestructuras está maduro, por el alto volumen de inversiones de las últimas dos décadas (la patronal CEOE calcula que entre 1995 y 2012 se invirtieron 576.000 millones), las perspectivas a medio y largo plazo son modestas.

El primer factor que debemos tener en cuenta para analizar las tendencias de futuro es el momento del ciclo económico. España está inmersa en un

Cuadro 45.
Gasto en infraestructura en un contexto nacional



Fuente: PwC, *Capital Project and Infrastructure Spending. Outlook 2025*.

proceso de recuperación económica suave y en un escenario de gasto todavía fuertemente restringido por las limitaciones del déficit público. En consecuencia, para los próximos años no cabe pensar en una reactivación significativa de la inversión pública en infraestructuras. A partir de 2020, la previsible mejora de la situación económica y financiera tenderá a animar el mercado, tal y como se sostiene en el informe *Capital Project and Infrastructure Spending*, elaborado por PwC y Oxford Economics. Según este estudio, en 2025 el gasto en infraestructuras llegará al 5,5% del PIB (ver gráfico 43), todavía por debajo del pico de 2008-2009, pero en línea con el de los ocho años inmediatamente anteriores.

El otro elemento de análisis es el de las necesidades reales de la economía española. Desde este punto de vista, a medio y largo plazo no debemos esperar grandes novedades en el sector del transporte (ferrocarril, carreteras, puertos y aeropuertos), que es, como hemos visto

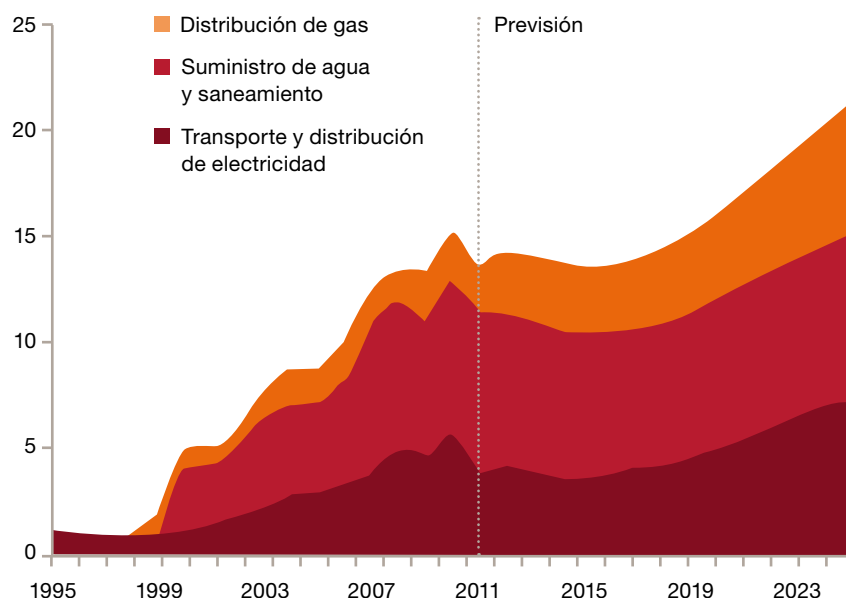
con anterioridad, donde se han concentrado las inversiones en las últimas dos décadas.

Sólo en el área ferroviaria se vislumbran algunas necesidades, derivadas de la prevista culminación de la red de alta velocidad y sobre todo de las carencias que hay en el transporte de mercancías por ferrocarril. La potenciación de la red ferroviaria de mercancías es precisamente una de las prioridades del Plan de Infraestructuras y Transporte 2012-2024 aprobado por el Ministerio de Fomento, en el que sin embargo se advierte que las inversiones a corto y medio plazo serán “selectivas” y estarán concentradas en los corredores con mayor potencial de tráfico.

Si las inversiones en transporte serán previsiblemente limitadas, hay más margen para las actuaciones en otras áreas que en España han recibido menos atención en el pasado. Es el caso de las infraestructuras energéticas, fundamentalmente las relacionadas con el transporte y distribución de electricidad y con el suministro y saneamiento de agua.

Cuadro 46.
Inversión en infraestructuras de otros servicios

billones de \$ por año, precios corrientes



Fuente: Informe PwC, *Capital project and infrastructure spending. Outlook to 2025*.

Este tipo de actuaciones experimentarán en España un fuerte auge en la próxima década (ver cuadro 44), situándose en niveles de inversión muy superiores a los de los últimos 20 años, según el informe de PwC y Oxford Economics.

También se observan necesidades en el sector de las telecomunicaciones, en el que España tiene algunas lagunas (sobre todo, en la red de telefonía móvil), como destaca el último informe del World Economic Forum sobre la competitividad de los países.

Doble cambio en la financiación

Las tendencias del mercado de las infraestructuras apuntan a que en el futuro se va a producir (en algunos casos, se está produciendo ya) un doble cambio en las fuentes de financiación. Por una parte, el sector público va a

perder protagonismo como financiador (también como gestor) de las inversiones. Este no es un fenómeno nuevo, sino que ha venido madurándose en los últimos años en España. La necesidad de contener el déficit público y el aumento en las demandas sociales de bienes y servicios han empujado a los distintos gobiernos a involucrar de forma creciente al sector privado con el fin de incrementar sus ingresos, reducir la participación pública en nuevas inversiones y mejorar la eficiencia en la provisión de servicios. La tendencia a la reducción del peso del sector público en la financiación de infraestructuras forma parte de las recomendaciones de organismos nacionales e internacionales, como el Ministerio de Fomento o la Comisión Europea.

A pesar de ello, la financiación pública seguirá teniendo un papel fundamental, sobre todo a través de vehículos no

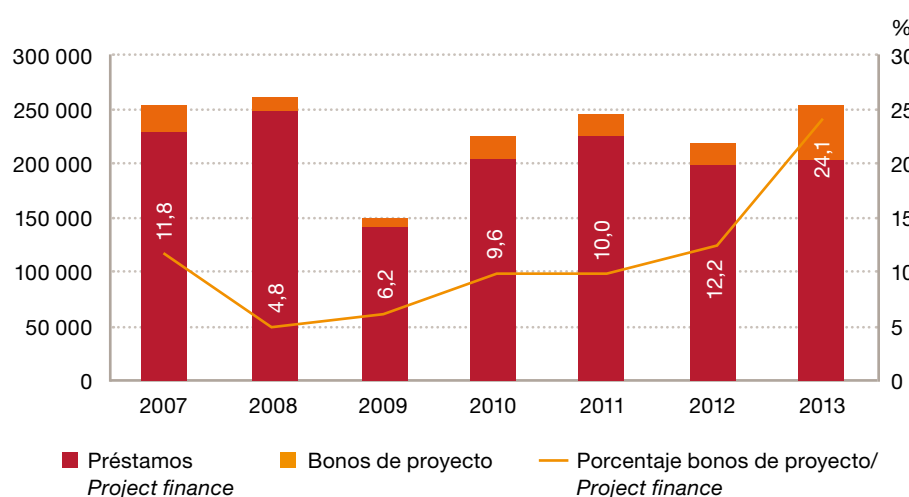
presupuestarios, como las entidades públicas empresariales, que tenderán a ganar protagonismo. Sus inversiones se autofinanciarán de forma creciente mediante recursos generados por las propias entidades, para lo cual se reforzará su enfoque de mercado. Las ayudas europeas previsiblemente caerán, si bien el Banco Europeo de Inversiones (BEI) podrá seguir desempeñando un papel fundamental en la financiación de las infraestructuras en España.

El segundo gran cambio afecta a la financiación privada de las infraestructuras, que también está experimentando importantes transformaciones. La financiación mediante deuda bancaria (*project finance*) está cediendo terreno. Las entidades de crédito cada vez se muestran más reacias a la hora de financiar proyectos de estas características, por el consumo de recursos propios que estas operaciones les suponen según la normativa de capital y de liquidez de Basilea III. Como consecuencia de ello, están apareciendo

otras fuentes complementarias de financiación:

- Los bonos de proyecto (en inglés, *project bonds*). Son emitidos para la financiación de proyectos concretos. Mediante este instrumento, el comprador del bono se beneficia de los flujos de caja que se generan con la construcción de la obra, pero si el proyecto quiebra, no puede reclamar al promotor. En esta línea destaca la iniciativa *Europa 2020 bonos-proyecto*, que está desarrollada de manera conjunta por la Comisión Europea y el Banco Europeo de Inversiones. El objetivo del programa es permitir a las empresas promotoras de infraestructuras emitir bonos que resulten atractivos para los inversores del mercado de renta fija. Hasta el momento este instrumento no ha sido apenas utilizado en España, aunque en otros países cada vez va adquiriendo un mayor peso frente a la financiación bancaria tradicional. Estados Unidos y Europa Occidental son las zonas geográficas donde más se han emitido los bonos de proyecto.

Cuadro 47.
Evolución de los bonos de proyecto a nivel mundial 2007-2013 (millones de USD)



Fuente: OCDE.

Cuadro 48.

Volumen de infraestructuras financiadas con *Project Bonds* a nivel mundial en USD

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
América (excepto Estados Unidos)	566	1.394	198	200	396	949	2160	3.667
Estados Unidos	4.482	7.055	5.266	3.645	4.905	4.264	7111	13.506
Canadá	2.536	3.002	1.738	877	4.521	4.131	2076	2.064
Brasil	683					3.324	3642	3.452
Méjico	1.080	259	700			522	2070	3.874
Europa Occidental	2.428	6.153			260	700	104	10.552
Reino Unido	8.938	4.355	2.968		3.276	4.732	2538	4.214
Europa Central y CEI	561							2.007
Oriente Medio y Norte de África	2.800			3.477		999	1300	2.822
África Subsahariana		246	48		1.842	115	174	
Malasia	356		473			1.500	2406	542
Corea			164	139				
India							546	
Sudáfrica								111
Tailandia e Indonesia								500
Australasia	4.263	4.359	330	188	4.590	1.013		1.944
TOTAL	28.693	26.823	11.885	8.526	19.790	22.249	24.127	49.255

Fuente: OCDE.

- Los inversores institucionales. Los fondos de pensiones, las aseguradoras y otros inversores institucionales jugarán un papel cada vez más relevante en la financiación de infraestructuras. Su perspectiva temporal de largo plazo les convierte en inversores naturales para este tipo de proyectos, bien mediante la compra de project bonds, bien participando de manera directa en el capital de determinadas infraestructuras. La Comisión Europea está interesada en fomentar este mercado de financiación privada y ha propuesto revisar la legislación sobre los fondos de pensiones para suavizar las restricciones que se aplican a las inversiones de las

empresas que gestionan los fondos. Además, la Comisión lanzó el pasado mes de noviembre un plan de inversión en infraestructuras (ver cuadro 46) con el que pretende movilizar 315.000 millones de euros y que estará financiado por inversores institucionales.

Hasta el momento, el volumen de inversión de estos inversores en infraestructuras a nivel mundial es limitado, aunque está creciendo rápidamente. En el caso de España, las inversiones institucionales son escasas. Existen sin embargo algunos fondos de pensiones, como el de Endesa o Fonditel, que han comenzado a explorar esta posibilidad.

Cuadro 49.
Inversión detallada en infraestructuras de una selección de fondos de pensiones y de reserva en 2012.

País	Nombre del Fondo o de la Institución	Activos en 2012 (millones de dólares)
Holanda	ABP	412.433,9
Estados Unidos	CalPERS	248.775,0
Canadá	Canada Pension Plan Investment Board	173.586,9
Holanda	PFZW	171.003,5
Sudáfrica	GEPI	143.690,1
Canadá	OTPP (1)	127.876,8
Australia	Future Fund	85.726,8
Brasil	Previ	81.375,7
Holanda	PMT	61.993,3
Canadá	OMERS	61.763,5
Reino Unido	BT Pension Scheme	58.575,4
Reino Unido	USS	55.458,8
Australia	AustralianSuper	54.563,0
Dinamarca	PFA Pension	51.723,8
Argentina	Sustainability Guarantee Fund	49.979,3
Chile	AFP Provida	45.843,6
Canadá	Quebec Pension Plan	39.258,7
Finlandia	Illmarinen (29)	38.949,0
Suecia	AP3	35.814,0
Suecia	AP4	35.303,6
Brasil	FUNCEF	24.463,8
Australia	Sunsuper	22.512,3
México	Afore XXI Banorte	18.946,0
Nueva Zelanda	New Zealand Superannuation Fund	17.158,0
Israel	Menora-Mivtachim	12.352,5
Perú	AFP Horizonte Peru	8.974,8
Turquía	OYAK	8.765,8
Chile	Pension Reserve Fund	5.883,3
España	Fonditel	4.501,5
Brasil	FAPES	4.309,9
Portugal	CGD Pensoes	2.052,3
España	Endesa	1.758,7
Portugal	Banco BPI Pension Fund	1.225,3

Fuente: OCDE.

Europa tiene un plan

La Comisión Europea propuso en noviembre el lanzamiento de un plan de inversión en infraestructuras (transporte, energía, I+D y redes digitales) para movilizar hasta 315.000 millones de euros y crear más de un millón de empleos. El plan contempla la creación de un Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas. Su principal característica es que la aportación de dinero público es muy pequeña en comparación con el volumen de la inversión total. Está previsto que el presupuesto europeo ponga 16.000 millones y el Banco Europeo de Inversión (BEI) aporte otros 5.000 millones. Pero esos 21.000 millones de euros de fondos públicos no se utilizarán para pagar los proyectos sino para avalarlos, asumiendo así parte del riesgo de los mismos. Con ese respaldo, que pretende disipar la desconfianza de los mercados, el BEI emitirá bonos por valor de 60.000 millones de euros y se confía en movilizar a la inversión privada hasta completar los 315.000 millones previstos.

Un comité de expertos será el encargado de decidir qué proyectos forman parte del plan, sin atender a repartos geográficos o por países. El criterio fundamental será que sean viables económicamente por sí mismos. Además, deben ser proyectos nuevos, es decir, que no se hubieran realizado sin el plan. Bruselas estima que el programa estará operativo a mediados de 2015.

El objetivo del plan es estimular la inversión europea, cuyos niveles están muy por debajo de los de otras áreas geográficas, como Estados Unidos, y producir un efecto de ignición sobre la actividad económica, que atraviesa un periodo de cierto estancamiento.

Pero, además, la Comisión Europea trata también de involucrar en los proyectos de infraestructuras a los inversores institucionales, como los fondos de pensiones o las aseguradoras. En su opinión, estos vehículos de inversión, que tienen pasivos a largo plazo, son más apropiados para financiar los grandes proyectos de infraestructuras que las instituciones de crédito u otras fuentes de financiación que se nutren principalmente de fondos a corto plazo.

4

¿Cómo preparar a España para el 2033?



Asignaturas pendientes

El análisis prospectivo de la financiación de la economía española con la vista puesta en 2033 nos ofrece conclusiones muy sustanciosas sobre cómo se comportarán los agentes económicos en el medio y largo plazo. El patrón de “bancos y vivienda”, en torno al cual ha girado el ahorro y la inversión en España durante mucho tiempo, ha sido puesto en entredicho por la crisis y cabe esperar que en los próximos veinte años sea sustituido por un abanico de fórmulas más diversificado. Las empresas podrán acceder en mejores condiciones al capital riesgo, los mercados de valores y otras fuentes de financiación no bancaria, y los ciudadanos tendrán incentivos para invertir más en fondos de inversión y de pensiones.

Eso no quiere decir que las empresas vayan a dejar de pedir crédito a los bancos ni que las familias abandonen su propensión a comprar viviendas como fórmula de ahorro. Ambos comportamientos están fuertemente arraigados en la cultura económica nacional y seguirán siendo predominantes en la economía española.

Sin embargo, es previsible que esas tendencias, que son extremas en el

escenario de Europa Occidental, se vayan suavizando y nos acerquen a las pautas de financiación e inversión de los países de nuestro entorno. El resultado será, probablemente, una economía más eficiente, competitiva y moderna, y menos expuesta a los problemas derivados de las oscilaciones bruscas en el ciclo económico.

Otra conclusión principal que se obtiene de este informe, y que está entrelazada con la anterior, es que en el futuro España va a ahorrar más. Por un lado, las Administraciones Públicas continuarán condicionadas por los límites del déficit público que impone la Unión Europea. Por otra parte, las empresas proseguirán su política de desapalancamiento y tendrán incentivos para reforzar su estructura de recursos propios. En un tercer nivel, los ciudadanos tomarán conciencia de la necesidad de ahorrar más para complementar sus pensiones por jubilación, que con toda probabilidad sufrirán en el futuro ajustes a la baja.

De todo ello se deducen una serie de recomendaciones, que pasamos a enunciar:

Recomendaciones para las Administraciones Públicas

- Estimular el aumento de la dimensión de las empresas. Las empresas más grandes son más productivas y más competitivas, y están más internacionalizadas. Las Administraciones Públicas deberían remover los obstáculos, directa o indirectamente, al crecimiento de las compañías españolas, cuyo tamaño medio está entre los más bajos de Europa.
- Fomentar la internacionalización de las pymes. En correlación con la recomendación anterior, las grandes empresas españolas tienen una presencia notable en el exterior, pero las pymes están peor representadas. Teniendo en cuenta que el acceso a la financiación es el principal problema con que se tropiezan las pequeñas empresas para salir al exterior, sería deseable la implantación de garantías gubernamentales y esquemas de mediación en el crédito.
- Ayudar a la toma de conciencia de las familias sobre sus necesidades de ahorro. Para ello, nada mejor que la transparencia. Un buen ejemplo es el proyecto del Ministerio de Trabajo de remitir a los cotizantes de la Seguridad Social sus expectativas de jubilación (fecha previsible, estimación de la cuantía de su pensión y otras informaciones). La intención inicial era enviar una carta a los mayores de 50 años antes de finales de 2014, pero la iniciativa se ha pospuesto sin fecha y sería deseable que volviera a incorporarse a la agenda política.
- Promocionar la cultura financiera. La globalización, las nuevas tecnologías y la creciente sofisticación de los productos de inversión hacen necesario que el ciudadano tenga unos conocimientos mínimos sobre las finanzas. Algunas instituciones, como el Banco de España y la CNMV, han lanzado iniciativas de mérito para fomentar la educación financiera, pero su eficacia es de alcance limitado. Sería recomendable abrir un debate sobre la conveniencia de incorporar al curriculum de la enseñanza obligatoria una asignatura de Economía.

Recomendaciones para las empresas

- Aprovechar las mayores facilidades normativas para diversificar sus fuentes de financiación empresarial. El Consejo de Ministros aprobó en octubre de 2014 un proyecto de ley que toma medidas para desarrollar los canales de financiación no bancaria, con el fin de diluir el riesgo y reducir la vulnerabilidad de las empresas a las crisis de crédito. En particular, se reforma el régimen de titulizaciones, se flexibiliza el régimen de emisión de obligaciones para adecuarlo al funcionamiento del mercado de capitales y se introducen cambios en la regulación del Mercado Alternativo Bursátil.
- Reequilibrar la balanza entre capital y deuda. En la etapa de vino y rosas de la economía española, las compañías se sobreendeudaron para afrontar sus proyectos de ampliación y descuidaron sus niveles de capitalización, con los cual la crisis las sorprendió, en muchos casos, en una situación de debilidad. Los mecanismos de financiación no bancaria ofrecen distintas posibilidades de financiarse a través del capital y aliviar la carga financiera. Otra opción que deben considerar las empresas es limitar su política de reparto de dividendos a los accionistas para reforzar su estructura de capital.
- Adaptar el modelo de gobierno corporativo. La diversificación de la financiación exige en ocasiones cambiar la manera de gestionar la empresa, en especial si se opta por fórmulas de capital. La entrada de inversores, tanto si es en mercados reglados como en operaciones no reguladas, obliga a mejorar los estándares de transparencia, profesionalidad, control de riesgos e independencia en la gestión de la compañía.
- Repensar la política de internacionalización. La salida al exterior no debe ser una respuesta contingente a la crisis de la demanda interna sino una estrategia de largo plazo bien estructurada y planificada. La transferencia de poder hacia los mercados emergentes obliga además a las empresas a realizar una selección de destinos basada más en el potencial de crecimiento que su accesibilidad o tradición. El foco del crecimiento internacional de las empresas españolas se ha situado históricamente sobre Europa y América Latina. El reto de las próximas décadas será capitalizar esa experiencia y explorar nuevas oportunidades en los mercados de Asia y África.

Recomendaciones para las familias

- Darse cuenta de los cambios que se están operando en el sistema de pensiones y del impacto que tiene el envejecimiento de la población en la sostenibilidad del modelo. Es muy probable que los futuros jubilados tengan que asumir, si no una caída de la pensión en términos absolutos, sí una rebaja de la tasa de sustitución (es decir, la proporción entre los que se cobra y el último salario percibido), y por lo tanto una disminución de su renta disponible.
- Desmitificar la vivienda como un producto de inversión. La crisis inmobiliaria ha dejado claro que el mercado de la vivienda también sufre oscilaciones y puede generar pérdidas importantes, con lo cual pierde sentido dedicar una gran parte del ahorro familiar a la adquisición de una vivienda.
- Tomar decisiones informadas. Las familias tienen que ahorrar más y mejor. Más (y antes), porque el actual sistema de pensiones, aunque sostenible en el largo plazo, tenderá a reducir su capacidad adquisitiva. Y mejor, porque siempre es bueno no meter todos los huevos en la misma cesta, y además de la vivienda existen otras opciones de inversión (fondos de inversión, fondos de pensiones, etc.) con expectativas de rentabilidad. Este mayor abanico de opciones exige tener una cultura financiera básica y disponer de información suficiente sobre los productos que ofrece el mercado.

Bibliografía

- ADICAE (2013) “Nivel de educación financiera de la población española”.
- Arcano (2014). “The Case for Spain III”. Plus Ultra”, Madrid.
- Asociación Española de Crowdfunding (2014) “Informe de la encuesta de la Asociación Española de Crowdfunding sobre las plataformas españolas de crowdfunding”.
- (2011). “The Crowdfunding Industry Report 2011”.
- Axesor (2012). “A creditless recovery. Alternativas de financiación para las empresas españolas”.
- Banco Central Europeo (2013). “The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey”.
- Banco de España (2011) “Encuesta Financiera de las Familias 2011: Métodos, resultados y cambios desde 2008”.
- BBVA Research (2014) “Internacionalización y financiación de las empresas españolas”.
- (2014) “Retos a largo plazo de la economía española: dimensión empresarial e internacionalización”.
- Bolsa y Mercados Españoles (2013). “Informe Anual 2013”.
- Centre for Strategy and Evaluation Services (2012). “Evaluation of EU Member States’ Business Angel Markets and Policies”.
- CEOE (2014). “Propuesta de acciones para incrementar el tamaño medio de las empresas industriales en España”.
- Círculo de Empresarios (2013). “La empresa mediana española”.
- CNMV (2010) “Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación”.
- (2013) “Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación”.
- Comisión Europea (2014) “Annual Report on European SMEs 2013/ 2014”.
- (2012). “The 2012 Ageing Report. Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010-2060)”.
- European Private Equity and Venture Capital Association (2013). “2013 European Private Equity Activity”.
- Financial Stability Board (2013). “Global Shadow Banking Monitoring Report 2013”.
- Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios. “Pensiones. Una reforma medular”.

-
- Global Entrepreneurship Monitor (2013). “Informe GEM España 2013”.
 - Informe PISA 2012, Competencia Financiera. Informe Español.
 - International Monetary Fund (2014). “Shadow Banking around the globe: How large, and how risky”, cap.2, pp. 65-104.
 - Naredo, J.M. y Carpintero, O. (2011). “Patrimonio inmobiliario y financiero de los hogares: tendencias y convergencia española con los estándares europeos”, Papeles de la Fundación de Estudios Financieros, nº39, Ahorro Familiar en España, pp.99-115.
 - OCDE (2014). “Entrepreneurship at a Glance 2014”.
(2014). “Financing infrastructure – International trends”
(2013). “Pensions at a Glance 2013”.
 - PriceWaterhouseCoopers (2011). “Boletín de Consultoría Gerencial. Basilea III: Cambios, impacto y relevancia”.
(2011) “Capital Markets in 2025. The future of equity capital markets”.
(2014) “España en el mundo 2033. Cuatro escenarios para actuar ahora”.
(2014) “España goes global”.
(2013) “La banca, en la encrucijada. El futuro del sector financiero español en un mundo global”.
(2013) “La economía española en 2033”.
(2014) “La Unión Bancaria, un proceso irreversible en marcha”.
(2014) “Temas candentes de las reestructuraciones financieras”.
(2012) “Temas candentes de los mercados de capitales. ¿Qué alternativas tengo a la financiación bancaria?”.
 - PriceWaterhouseCoopers e IE Business School (2010). “Basilea III y los retos de la banca”.
 - PriceWaterhouseCoopers y Oxford Economics (2014). “Capital Project and infrastructure spending. Outlook to 2025”.
 - The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players” (EBAN) (2014). “Statistics Compendium”.
 - World Economic Forum (2014). “The Global Competitiveness Report 2014-2015”.
 - Z/Yen Group (2014). “The Global Financial Centres Index 16”.

Índice de cuadros

Cuadro 1. Distribución PIB mundial	12
Cuadro 2. Evolución del peso del PIB por zonas	13
Cuadro 3. Principales plazas financieras en el mundo 2007-2014	15
Cuadro 4. Composición monetaria de reservas de moneda extranjera (millones de USD)	16
Cuadro 5. Precio de mercado BITCOIN (USD)	18
Cuadro 6. Crecimiento del PIB 2013-2033	22
Cuadro 7. Ahorro e inversión. España 1960-2012	23
Cuadro 8. Evolución de la capacidad(+)/necesidad(-) de financiación en España (% PIB)	24
Cuadro 9. Exportaciones, importaciones y PIB (Millones de €)	25
Cuadro 10. Grado de apertura de la economía española	26
Cuadro 11. Perfil de internacionalización de las principales economías mundiales	27
Cuadro 12. Evolución de empresas exportadoras en España	28
Cuadro 13. Fuentes de financiación de las empresas en 2010	29
Cuadro 14. Peso relativo de la financiación empresarial de mercado	30
Cuadro 15. Endeudamiento de las empresas no financieras (Ratio deuda/PIB)	31
Cuadro 16. Evolución del crédito a sociedades no financieras	32
Cuadro 17. Saldo vivo préstamos totales a sociedades no financieras (millones de euros)	32
Cuadro 18. Variación interanual del flujo de nuevo crédito en 2014	33
Cuadro 19. Número de empresas por tamaño	35
Cuadro 20. Productividad por empleado y sector y tamaño (kUSD por empleado en 2011)	36
Cuadro 21. Regulación y tamaño de las empresas	37
Cuadro 22. Número de empresas por tamaño en España	39
Cuadro 23. Grados implementación Basilea	40
Cuadro 24. Fuentes de financiación alternativas por tipo de financiación	44
Cuadro 25. Mercados de valores de renta variable	45
Cuadro 26. Mercados alternativos de renta variable	46
Cuadro 27. Emisiones de empresas no financieras que no habían emitido bonos en el pasado y que han emitido en 2013-2014	47
Cuadro 28. Volumen de inversión (2013)	50
Cuadro 29. Inversión por tipos de crowdfunding en España (2011)	51
Cuadro 30. Activos totales de Shadow Banking (% PIB)	55
Cuadro 31. Renta disponible bruta de los hogares españoles y Tasa de ahorro España y UE (28)	57
Cuadro 32. Tasa de ahorro bruto* de los hogares UE y EEUU (2012)	58
Cuadro 33. Estructura del ahorro de los hogares	59
Cuadro 34. Comparativa de la inversión en vivienda y la inversión financiera de los hogares (millones de euros)	59

Cuadro 35. Revalorización de la vivienda y de la bolsa	60
Cuadro 36. Tasa bruta de sustitución* de las pensiones públicas de jubilación en algunos países de la OCDE (2012)	61
Cuadro 37. Peso de los activos en fondos de pensiones, % de inversiones respecto al PIB OCDE, 2012)	62
Cuadro 38. Evolución pirámide poblacional, 1970-2014-2033	65
Cuadro 39. Proyecciones gastos en pensiones públicas (% PIB)	66
Cuadro 40. Porcentaje de hogares con vivienda principal en propiedad	69
Cuadro 41. Ranking y puntuación de España términos de desarrollo de infraestructura a nivel mundial (2006-2014)	72
Cuadro 42. Formación bruta del capital fijo sector público (% PIB)	73
Cuadro 43. Stock de capital neto en infraestructuras en España 1995-2012 (1995=100)	74
Cuadro 44. Fondos estructurales y de cohesión recibidos por España (millones de €)	75
Cuadro 45. Gasto en infraestructura en un contexto nacional	77
Cuadro 46. Inversión en infraestructuras de otros servicios	78
Cuadro 47. Evolución de los bonos de proyecto a nivel mundial 2007-2013 (millones de USD)	79
Cuadro 48. Volumen de infraestructuras financiadas con Project Bonds a nivel mundial en USD	80
Cuadro 49. Inversión detallada en infraestructuras de una selección de fondos de pensiones y de reserva (en 2012)	81

Informes publicados en la colección España 2033:

La Economía española en 2033

(diciembre 2013)

<http://www.pwc.es/es/publicaciones/espana-2033/la-economia-espanola-en-2033.jhtml>

España en el mundo 2033

(abril 2014)

<http://www.pwc.es/es/publicaciones/espana-2033/espana-en-el-mundo-2033.jhtml>

Cientes@2.033

(julio 2014)

Trabajar en 2033

(septiembre 2014)

Ciudades y ciudadanos en 2033

(septiembre 2014)

España 'goes global'

(Octubre 2014)

Informes de próxima publicación en la colección España 2033:

Filantrocapitalismo

Competir en innovación

Economía baja en carbono

Administración invisible

Un programa para apoyar a las empresas y a las Administraciones Públicas en el tránsito hacia un nuevo modelo productivo sostenible basado en la **innovación, la calidad, el talento y el valor añadido**.



Crecimiento Inteligente

El programa está coordinado por Jordi Sevilla, senior advisor de PwC.

Más información en www.pwc.es

Contactos

Sector financiero

Justo Alcocer Cubero

Socio líder en EMEA y en España
del sector financiero de PwC
justo.alcocer@es.pwc.com
+34 915 684 044

Alejandro Esnal Elorrieta

Socio sector financiero Auditoría
de PwC
a.esnal@es.pwc.com
+34 915 684 066

Francisco Velasco Correa

Socio sector financiero Consultoría
de PwC
francisco.velasco.correa@es.pwc.com
+34 915 684 327

Joaquín Latorre Tambo

Socio sector financiero Fiscal y Legal
de PwC
joaquin.latorre@es.pwc.com
+34 915 684 418

Alberto Calles Prieto

Socio sector financiero, responsable de
Regulación de PwC
alberto.calles.prieto@es.pwc.com
+ 34 915 684 931

Equipo Crecimiento Inteligente

Jordi Sevilla Segura

Senior counsellor de PwC
jordi.sevilla@es.pwc.com
+34 915 684 119

Tecla Keller

Senior manager de PwC
Responsable de España 2033
tecla.keller@es.pwc.com
+34 915 685 058

Economics

Jordi Esteve Bargués

Director de PwC
Estrategia & Operaciones
jordi.esteve.bargues@es.pwc.com
+34 915 684 250

Ángel Luis Del Monte Pérez

Gerente de PwC
Estrategia y Operaciones
angel.del_monte.perez@es.pwc.com
+34 915 684 400

Contactos Club'33

Máximo Ibáñez Lucea

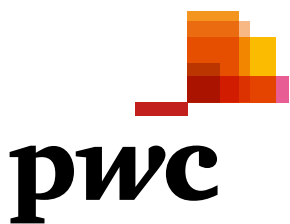
Socio de Clientes y Mercados de PwC
maximo.ibañez@es.pwc.com
+34 915 684 744

Gonzalo Sánchez Martínez

Socio de PwC
gonzalo.sanchez@es.pwc.com
+34 915 684 075

Marta Colomina Casaus

Directora de Marketing Relacional
de PwC
marta.colomina@es.pwc.com
+34 915 684 063



PwC ayuda a organizaciones y personas a crear el valor que están buscando. Somos una red de firmas presente en 157 países con más de 195.000 profesionales comprometidos en ofrecer servicios de calidad en auditoría, asesoramiento fiscal y legal y consultoría. Cuéntanos qué te preocupa y descubre cómo podemos ayudarte en www.pwc.es

© 2015 PricewaterhouseCoopers S.L. Todos los derechos reservados. "PwC" se refiere a PricewaterhouseCoopers S.L., firma miembro de PricewaterhouseCoopers International Limited; cada una de las cuales es una entidad legal separada e independiente.