

## Carta de la Redacción

La evolución reciente de la economía española ha superado las expectativas de tan solo hace unos meses. Los *shocks* externos positivos, los factores endógenos de estímulo fiscal y los efectos de las reformas estructurales han impulsado el proceso de recuperación económica, alcanzando mejores resultados de lo esperado y dando lugar a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento. El artículo de ÁNGEL LABORDA y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ, con el que se abre este número, sitúa esas previsiones en una tasa del 3,3% en 2015 y del 3,0% en 2016, con la demanda interna como factor determinante de la expansión. De confirmarse estas expectativas, a finales de 2016, y tras un periodo de nueve años, se habría recuperado la totalidad del PIB perdido durante la recesión. El empleo, en cambio, tendrá que esperar algún tiempo más para volver a los niveles de antes de la crisis. En el mismo escenario de 2016, el empleo recuperado alcanzará la tercera parte del que se destruyó y la tasa de paro quedará en torno al 20% de la población activa. Sin embargo, el agotamiento progresivo de los efectos expansivos de algunos de los factores que han impulsado la reciente recuperación dará lugar, muy probablemente, a una desaceleración de la tasa de crecimiento a partir del tercer trimestre de 2015. En una perspectiva de largo plazo, se recomienda por tanto una estrategia de política económica que incremente el potencial de crecimiento de la economía española afrontando las debilidades y deficiencias del sistema productivo.

Tres artículos de este número de *Cuadernos de Información Económica* se dedican a analizar los cambios y tendencias más recientes en la financiación de

las empresas españolas. JOAQUÍN MAUDOS disecciona las condiciones de acceso de las empresas a la financiación bancaria, con especial atención a las pymes, a partir de las encuestas del Banco Central Europeo (BCE). Tras el fuerte impacto que la crisis tuvo en el acceso al crédito en España, en 2014 tiene lugar un cambio de tendencia que se manifiesta en un aumento de *stock* de crédito vivo a las empresas, un volumen creciente de crédito nuevo en operaciones de menos de un millón de euros (que son las propias de las pymes), una fuerte caída del diferencial de tipo de interés respecto a las empresas europeas y una tasa de rechazo de las peticiones de crédito inferior al promedio de la eurozona. Las empresas españolas reconocen que la banca ha aumentado su disposición a financiarlas y que han mejorado también las condiciones de los préstamos. A todo ello ha contribuido el avance hacia la unión bancaria, la política monetaria expansiva del BCE, la reestructuración del sistema bancario español y la mayor demanda solvente de crédito tras el ajuste de las empresas no financieras. No cabe duda que esta notable mejora de la financiación bancaria es uno de los factores que han impulsado la recuperación económica desde finales de 2013.

Una de las cuestiones que han suscitado un mayor interés durante los años en los que la financiación bancaria a las empresas se vio afectada por la crisis, es el desarrollo de fuentes de financiación alternativa más allá de los bancos y los mercados de capital tradicionales. El artículo de SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ analiza, en primer lugar, las iniciativas regulatorias sobre mecanismos alternativos de financiación llevadas a cabo en España, deteniéndose, a continuación, en el alcance

real de estos nuevos canales de financiación empresarial. La Ley de fomento de la financiación empresarial y la Ley por la que se regulan las entidades de capital-riesgo y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado son las dos normas principales aprobadas en 2014 y dirigidas tanto a flexibilizar la financiación bancaria como a fortalecer otras fuentes de financiación no bancaria. La reforma del marco legal insta a los bancos a titular el crédito a pymes, a la vez que se simplifican los mecanismos para la emisión de títulos de renta fija por las sociedades limitadas, se impulsa el mercado alternativo bursátil (MAB) y se desarrolla un marco legal para los fondos participativos: el denominado *crowdfunding*. Por otra parte, la nueva regulación de las entidades de capital-riesgo y otras entidades de inversión colectiva trata también de promover la recaudación de fondos entre los inversores como alternativa a la financiación bancaria. En todo caso, algunas de estas iniciativas, como el *crowdfunding* o el crédito empresarial *P2P*, presentan todavía un desarrollo muy limitado en España, si bien otras como el mercado alternativo bursátil y las entidades de capital-riesgo son alternativas particularmente prometedoras para las empresas en un futuro próximo. Los autores concluyen que el desarrollo de estas nuevas fuentes de financiación alternativa no significa necesariamente una disminución del papel de los bancos, sino que estos tendrán que encontrar nuevas formas de servir a las pymes explotando sus ventajas informacionales en el negocio de la intermediación financiera.

El tercero de los artículos dedicado a las nuevas fuentes de financiación empresarial, de PABLO GUIJARRO, ISABEL GAYA y JORGE PARDO, se centra en la reciente expansión del mercado de deuda corporativa. El menor peso relativo de la financiación por medio del mercado de capitales en las empresas de Europa continental en comparación con las anglosajonas limitó considerablemente su acceso a fondos ajenos durante la reciente crisis financiera. Sin embargo, en los últimos meses se asiste a una creciente propensión en la emisión de bonos, obligaciones y pagarés de empresa que se han convertido en un importante complemento de la financiación bancaria. Las tendencias observadas en el conjunto de Europa se han extendido también a España ante la reducción de los tipos de interés oficiales, la caída de la prima de riesgo y la mejora de las cuentas de las propias empresas, siendo a su vez destacable el papel que está desempeñando el mercado alterna-

tivo de renta fija (MARF), dado que sus condiciones de acceso son más flexibles y menos costosas que las exigidas en los mercados secundarios oficiales. No obstante, el acceso a los mercados de capitales y a otros alternativos de renta fija afecta principalmente a las empresas grandes y medianas; las pequeñas empresas, cuyas limitaciones estructurales impiden su acceso a este tipo de mercados, se ven también beneficiadas por la mayor oferta de fondos disponibles por parte de las entidades financieras, resultado de estas tendencias.

Un aspecto fundamental en la corrección de los desequilibrios principales de la economía española es el proceso de consolidación fiscal que se somete periódicamente a revisión en el *Programa de Estabilidad del Reino de España*. El artículo de SANTIAGO LAGO analiza las nuevas sendas de ingresos y gastos que se dibujan en los próximos años a la luz de las proyecciones macroeconómicas de dicho Programa, así como sus consecuencias sobre el futuro del gasto público. La corrección del déficit público en el cuatrienio 2015-2018 se cifra en un 69% en los efectos automáticos de la mejora de la coyuntura económica sobre los ingresos y gastos públicos, mientras el 31% restante corresponde a medidas discrecionales que se distribuyen casi a partes iguales entre ambos lados del presupuesto. El horizonte de consolidación se percibe como factible, pero ambicioso y sujeto a riesgos no desdeñables, por la mayor incertidumbre de la coyuntura a partir de 2017, la renuncia a la vía de incremento de los ingresos y la indefinición de algunas de las medidas de ahorro. Adicionalmente, de cumplirse las perspectivas del gasto público contempladas en el Programa, el gasto en educación se situaría previsiblemente a la cola de los países de la Unión Europea y el gasto sanitario se vería congelado en términos corrientes, ensanchando la brecha con los países del entorno.

¿Se puede reindustrializar España? Esta es la pregunta que da título al artículo de JOSÉ CARLOS FARIÑAS y ANA MARTÍN MARCOS, con el que se cierra la sección de Economía y Finanzas Españolas. El fuerte impacto negativo de la reciente crisis económica sobre la producción y el empleo de las manufacturas españolas, junto con la tendencia declinante del sector industrial en la economía han abierto un nuevo e interesante debate sobre el papel de la industria y de la política industrial en los países avanzados. El hecho es que desde el año 2000, y teniendo en cuenta su renta per cápita, España

viene sufriendo una desindustrialización más intensa que la del promedio de países de la OCDE. Resulta, sin embargo, muy complicada la consecución de objetivos de incremento del peso relativo de la industria en el producto interior bruto. Primero, porque el mayor crecimiento de la productividad respecto de los demás sectores dará lugar a una reducción de sus precios relativos lo que, en un contexto de menor demanda relativa de los bienes respecto a los servicios, reducirá la participación de la industria en el PIB. Segundo, porque la penetración de las importaciones procedentes de países con menores costes de producción erosiona la actividad del sector. Y tercero, porque el proceso de terciarización de la industria hace que cada vez sea más difícil aislar la producción propiamente industrial de la de los servicios. Por todo ello, la respuesta a la pregunta inicial es que no es posible reindustrializar España en el sentido de incrementar el peso relativo de las manufacturas. Pero sí se requiere una política industrial dirigida a favorecer el cambio tecnológico que tiene lugar en el sector, promoviendo la innovación, ampliando el gasto en investigación y desarrollo, y aprovechando las posibilidades de la digitalización en el desarrollo de nuevos materiales y productos, y en la creación de nuevos modelos de negocio con las redes de clientes y suministradores.

Finalmente, la sección de Economía Internacional incluye un artículo de RAMON XIFRÉ sobre los efectos

redistributivos de los procesos de consolidación fiscal y reformas estructurales llevados a cabo en la Unión Europea, con particular atención a España. Las políticas de consolidación fiscal pueden aumentar la desigualdad tanto de forma directa como a través de su impacto sobre el crecimiento —especialmente en los casos de educación o sanidad—, mientras que las reformas estructurales tienen efectos indirectos que terminan también por afectar a la distribución personal de la renta, como sucede por ejemplo con la reforma laboral. La literatura comparada muestra que la reducción del gasto en educación y sanidad no solo empeora la desigualdad, sino que daña el propio crecimiento de la economía; en cambio, si el ajuste se realiza mediante el aumento de los impuestos sobre la renta y la riqueza, el efecto negativo se traslada únicamente al crecimiento, con una menor desigualdad. El hecho es que España se sitúa en el grupo de países europeos con mayor reducción del gasto en educación y sanidad, lo que determina un sesgo regresivo en este importante frente del proceso de consolidación fiscal. No obstante, han sido los efectos de la crisis económica sobre el empleo y los salarios, los principales intérpretes del aumento de la desigualdad en España. Y aunque por el momento no existe evidencia suficiente para evaluar los efectos de la última reforma laboral sobre la desigualdad, algunos indicadores sugieren que podríamos estar ante un posible efecto adverso en términos distributivos.