



**ECONOMÍA ESPAÑOLA: ENTRE LO POSIBLE Y
LO NECESARIO**

Freemarket Corporate Intelligence

Enero 2017



Índice

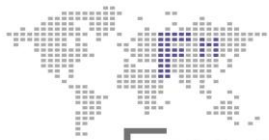
I. ESTABILIDAD CON INTERROGANTES	3
Alta incertidumbre global	3
España: insoluble tensión entre lo posible y lo necesario	8
II. LAS PRIMERAS MEDIDAS ECONÓMICAS DEL GOBIERNO	11
La subida del impuesto de sociedades	11
Cotizaciones sociales	15
Un incremento histórico del salario mínimo	20
III. LA PRINCIPAL VULNERABILIDAD DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	25
IV. SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	30
Previsiones 2017	31
V. PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA	35
EL ANÁLISIS FREEMARKET	36
La reforma de las pensiones: los “parches” no solucionan el problema	

I. ESTABILIDAD CON INTERROGANTES

La economía española crecerá en 2016 un 3,3 por 100, una tasa superior a la prevista por el Gobierno, por el consenso de los analistas y por los principales organismos internacionales a comienzos del pasado ejercicio. Desde la salida de la Gran Recesión el crecimiento económico español ha sido superior al de la media de la Unión Europea y de la Eurozona y casi ha doblado el registrado por los restantes grandes Estados europeos. En 2016, España creció por encima de lo que lo hicieron las principales economías de la OCDE. Por añadidura, ha sido un crecimiento intensivo en empleo lo que ha propiciado una fuerte caída del paro. Desde 2014, España ha generado el 31 por 100 del empleo total creado en el área del euro. El dinamismo de la economía se ha visto impulsado por el vigor de la demanda interna, por el *boom turístico*, por el buen comportamiento de las exportaciones y favorecido por un bajo precio del petróleo y por un entorno monetario muy expansivo. Ahora bien, el diferencial de crecimiento respecto al área de la UE, de la zona euro y de la OCDE se explica por los positivos efectos de las reformas estructurales. A priori, el perfil del presente ciclo expansivo resulta más equilibrado y, en consecuencia, sostenible que el registrado en períodos anteriores. Sin embargo, la consolidación e intensidad de la recuperación aparece condicionada por factores internos y externos cuya evolución determinará la trayectoria económica de España en el horizonte del corto y del medio plazo.

Alta incertidumbre global

En el terreno internacional, la incertidumbre es creciente y el escenario está cuajado de interrogantes. Los resultados electorales y la anunciada subida de los tipos de interés en EE.UU., la salida de Gran Bretaña de la UE, la fragilidad del sistema bancario en algunos estados europeos, el aumento del precio del petróleo, la ralentización del comercio mundial, las perspectivas de bajo crecimiento en los países desarrollados y

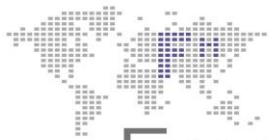


emergentes junto a la presencia de riesgos geopolíticos en áreas muy sensibles del Planeta sugieren un entorno pleno de amenazas potenciales cuya materialización desencadenaría dinámicas de alta tensión y de turbulencias a escala mundial. El consenso dominante durante los últimos treinta años alrededor de la liberalización interna, la apertura externa de las economías y la disciplina macroeconómica ha sufrido una indudable erosión a raíz de la Gran Recesión, lo que constituye una mala noticia. El actual entorno político mundial es mucho menos favorable al crecimiento que el vigente antes de 2008.

En contra de las expectativas, la victoria de Mr. Trump ha recibido una respuesta positiva de los mercados. La bolsa estadounidense ha empujado al alza, la rentabilidad de la deuda pública norteamericana se ha elevado y el dólar se ha apreciado con intensidad frente a las principales divisas. Esta última tendencia se ha visto reforzada por el alza de tipos de interés anunciada por la Reserva Federal. La estrategia *trumpiana* se caracterizará por una política macroeconómica restrictiva en el ámbito monetario acompañada por una expansiva en el plano fiscal-presupuestario y, en el micro económico, por un plan de eliminación de regulaciones para estimular la actividad productiva por el lado de la oferta.

Si bien las repercusiones de la política de la Administración Republicana sólo podrán evaluarse con precisión cuando aquella se formule con claridad y se conozca en su detalle, todo indica que se moverá dentro de las líneas apuntadas con anterioridad. La realidad y el contrapeso del Congreso aun contando con una mayoría republicana podarán o aminorarán los aspectos más radicales de la *trumpnomic* o, al menos, eso es lo esperado. En cualquier caso, la filosofía de la Administración electa plantea muchos interrogantes sobre su efectividad incluso si se asume que discurrirá por el sendero de una mayor moderación.

Aunque, la Administración estadounidense no desarrolle en su plenitud el programa proteccionista presentado por Trump en su campaña parece evidente que, en el mejor de los casos, el proceso de liberalización de los intercambios de bienes, servicios y



capitales a escala global sufrirá un fenazo lo que se traducirá en una agudización en la tendencia declinante del comercio internacional y, por tanto, del crecimiento global. En el supuesto de que los EE.UU. cerrasen sus fronteras con mayor intensidad, ello acarrearía represalias de los países afectados con resultados muy negativos para la actividad económica mundial.

En el corto plazo, los efectos de la política económica de Mr. Trump son evidentes. La ampliación del diferencial de tipos de interés entre EE.UU. y los existentes en otras grandes economías, las necesidades de financiación de los programas de gasto público y su efecto alcista sobre las tasas de interés a largo, así como el probable recorte impositivo en renta y sociedades aumentarán el atractivo de América para los inversores internacionales. El resultado de ese conjunto de elementos se traducirá en un incremento de la afluencia de capital exterior a los EE.UU. En suma se acelerará la tendencia iniciada en 2010.

Sin embargo, esa situación conduce de manera inexorable a agudizar lo que para el Presidente electo es uno de los mayores problemas de la economía norteamericana: su déficit comercial. El superávit de la cuenta de capital es la consecuencia del déficit de la de mercancías. Cuando los extranjeros deciden mover sus activos a América, tienen que convertir su divisa local en dólares. Al aumentar la oferta de moneda extranjera y la demanda de norteamericana, el valor de ésta se eleva. Ello encarece las exportaciones estadounidenses y abarata las importaciones, lo que impulsa al alza el déficit comercial. De este modo, la consecuencia no querida de la política *trumpiana* sería minar la creación de empleos prometida a su base electoral, la clase blanca trabajadora, a través de un recorte del desequilibrio en la balanza de bienes y servicios.

Ante ese panorama, la Administración republicana sólo tendría una alternativa o, para ser precisos, podría incidir con renovadas energías en la tentación de reforzar las barreras al comercio internacional. Ahora bien, este movimiento tendría efectos contrarios a los deseados. Si el consumidor americano encara precios de importación más altos y deja de comprar productos foráneos, la oferta de dólares en el mercado se

reducirá. Si la demanda no lo hace y no lo hará, las medidas proteccionistas producirán una apreciación todavía mayor de la moneda norteamericana. Esta revaluación cambiaria neutralizaría los supuestos beneficios de imponer mayores aranceles a las importaciones y, por añadidura, haría las exportaciones norteamericanas menos competitivas en los mercados mundiales.

Desde un punto de vista teórico y empírico, los planes económicos de Mr. Trump, aun despojados de los excesos contenidos en su plataforma presidencial, están condenados a encallar en el medio plazo. En concreto, el probable incremento del déficit y la deuda públicos originado por sus programas de recorte de impuestos y aumento del gasto obligará antes o después a financiar ese desequilibrio con una actuación monetaria más laxa de la FED, con deuda o con elevaciones de impuestos. Cualquiera de esas medidas terminará por debilitar el crecimiento y, por consiguiente, el dólar. *Ceteris paribus*, ello supondrá una aceleración del PIB norteamericano en 2017 seguida de un severo ajuste a partir de mediados de 2018 y en 2019. Esta es la consecuencia inevitable de aplicar una estrategia keynesiana en una economía abierta.

Para Europa, la *trumpnomic* tendrá un impacto negativo. Con independencia de las repercusiones de una hipotética restricción de los flujos comerciales inter-atlánticos si América se enmarca en una acusada o moderada deriva proteccionista, la salida de capitales de la UE hacia EE.UU. se intensificará privando a la anémica economía europea de capital para la inversión. La depreciación del euro frente al dólar, que podría estimular las exportaciones hacia EE.UU. se verá compensada en gran parte por el encarecimiento del petróleo cuya factura se paga en moneda norteamericana. En este contexto, el BCE sólo tiene dos opciones, las dos malas: primera, elevar los tipos de interés lo que deprimiría aún más la economía continental; segundo, prolongar o acentuar el uso de una política monetaria no convencional que crea más problemas de los que resuelve. El resultado es una desaceleración del crecimiento económico europeo en 2017.



La política monetaria del BCE está generando una burbuja de activos, en concreto, en los mercados de deuda. La compra de bonos soberanos por la autoridad monetaria les convierte en “activos seguros”. Esto ha originado un aumento de su demanda que no se corresponde a los fundamentales de muchas economías europeas, incluida la española. Desde esta perspectiva, una ligera subida de los tipos de interés en la zona euro o el anuncio de una progresiva retirada de los estímulos pondría en cuestión la sostenibilidad de las finanzas públicas de los países que no han logrado consolidarlas, incrementaría su prima de riesgo y generaría problemas para la estabilidad del sistema bancario que ha acumulado en su activo un alto volumen de deuda pública. En este supuesto, los bonos soberanos pierden su estatus de seguridad si los gobiernos no están dispuestos a reducir su gasto o subir los impuestos y el BCE renuncia a seguir comprándoles en la magnitud con la que lo ha hecho hasta ahora.

La coyuntura económica europea se ensombrece aún más a la vista del estancamiento del proyecto de integración continental y de los crecientes problemas que el escenario político de la UE plantea para la continuidad de los procesos de consolidación presupuestaria y de puesta en marcha de las reformas estructurales pendientes. Aunque los partidos populistas no logren acceder al gobierno en algunos de los Estados que celebran comicios en 2017, su presencia y soporte popular condicionará de manera indudable la gestión de las economías domésticas y, por ende, de la desplegada a escala europea. Ello afectará de modo negativo a las expectativas de los agentes económicos. 2017 será un año cuajado de peligros políticos, económicos y financieros para la UE.

Por último, la evolución de las economías emergentes en 2017 se presenta incierta. De nuevo, las políticas desplegadas por la nueva Administración Republicana serán determinantes. Un incremento del proteccionismo, la apreciación del dólar y el incremento de las tasas de interés en EE.UU. tendrán un impacto depresor sobre la actividad económica de esos países. De momento, las grandes economías emergentes han experimentado importantes depreciaciones en sus divisas tras la victoria de Trump, subidas de sus primas de riesgo y fuertes salidas de capitales. Estos movimientos son preocupantes dada la debilidad económica de los antiguos Bric que con distinta

intensidad están inmersos en una coyuntura muy delicada. China requiere cada vez más estímulos para sostener su crecimiento en un entorno de acumulación de importantes desequilibrios internos. Brasil y Rusia están en recesión y México está sufriendo de modo directo los efectos del triunfo de Trump...

Los tipos de interés no van a seguir descendiendo ni la política de *quantitative easing* se podrá mantener durante mucho más tiempo. Las distorsiones que ha generado al impedir a las tasas de interés ejercer su función de asignar los capitales de manera eficiente, la erosión de la rentabilidad de los bancos causada por tipos de interés reales negativos, la alimentación de burbujas y la creación de incentivos para sostener conductas presupuestarias heterodoxas o, al menos, insuficientes para estabilizar las finanzas públicas hacen imposible mantener la vigente política monetaria sin causar una nueva y más dolorosa recesión. El BCE ha agotado su margen de maniobra. Cuanto más tarde en normalizar su política monetaria, peores serán las consecuencias sociales, económicas y financieras de retrasar esa iniciativa. En este sentido, la presión de Alemania para ir en esa dirección será muy intensa.

España: insoluble tensión entre lo posible y lo necesario

Las perspectivas de la economía española han estado dominadas por un panorama político complejo que llegó a poner en duda la posibilidad de constituir un Gobierno a la vista de los resultados de las elecciones generales de diciembre de 2015 y de junio de 2016. Las dudas sobre quién gobierna han sido despejadas pero no lo han sido ni lo serán las existentes sobre la política económica a desplegar. Esta dependerá de un equilibrio no necesariamente óptimo entre lo que quiera hacer el Gabinete y lo que pretendan conseguir los grupos de la oposición cuya línea de actuación está estrechamente ligada a su situación interna y a la posibilidad de un anticipo electoral.

La posición minoritaria del gobierno dificulta de manera extraordinaria la instrumentación de una política capaz de sentar las finanzas públicas sobre unas bases sólidas y reducir de manera permanente el abultado endeudamiento del sector público

español. Las recientes medidas aprobadas para alcanzar esa meta descansan en una elevación de la fiscalidad sin que se hayan adoptado, ni parece probable que se adopten, iniciativas para recortar el gasto de las Administraciones Públicas. Las proyecciones presupuestarias del Gobierno fían la disminución del déficit al efecto positivo sobre la recaudación de las alzas impositivas, reforzada por un aumento de la tasa de inflación en la confianza de que el incremento del PIB nominal haga lo propio con las bases imponibles y con la recaudación.

El cumplimiento del objetivo de déficit para 2017, el 3,1 por 100 del PIB, es alcanzable y probablemente se alcanzará pero no es un motivo para la autocomplacencia. La estrategia presupuestaria que se está aplicando hace muy vulnerable la posición financiera del Estado ante la emergencia de cualquier shock adverso de origen doméstico o foráneo. Por eso, en un contexto de alta inestabilidad global y de un posible cambio de signo de los elementos externos –la política monetaria del BCE y el precio del petróleo- que han tenido un efecto positivo sobre la actividad económica, el esfuerzo de reducción del déficit debería tener carácter estructural y, desde luego, hacer un importante énfasis en el recorte del gasto público. Por añadidura, el mantenimiento de un volumen de gasto como el actual constituye un lastre para realizar futuras bajadas de impuestos. Es evidente que la composición del Parlamento complica una gestión ortodoxa en materia fiscal y presupuestaria pero también lo es que no abordarla abre un considerable flanco de fragilidad-vulnerabilidad a la economía española.

Por añadidura, el Gobierno habrá de presentar su proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2018. Consideramos muy difícil que logre llegar la aprobación de los de 2017. Es imprevisible lo que sucederá, esto es, si el Gabinete consigue la mayoría suficiente para aprobarlos el año próximo. En la actual coyuntura política española parece imposible que el Gobierno consiga sacar adelante un texto presupuestario que no contemple bien un aumento del gasto bien una nueva alza impositiva. En suma, el Ejecutivo se enfrenta a la siguiente tesitura: deteriorar su credibilidad ante sus electores o ante los mercados. La hipótesis de otra prórroga presupuestaria la descartamos a priori, lo que conduciría a unos nuevos comicios. Esto dependerá de un solo elemento:

las expectativas de la oposición, sobre todo del PSOE, sobre cuáles serán sus perspectivas si las elecciones se adelantan.

Por otra parte, las reformas estructurales que España precisa para aumentar su competitividad, su productividad y su potencial de crecimiento tienen serias posibilidades de ser aparcadas en la presente Legislatura y existe el riesgo de que se introduzcan contra reformas en algunos mercados que se flexibilizaron en el período 2012-2016, en concreto, en el laboral. La agenda reformista no puede darse por terminada en España. Ello no solo lastraría el crecimiento a largo plazo sino también, sin la introducción de cambios en el marco de las instituciones económicas, sin intensificar la competencia en los mercados y sin eliminar las barreras regulatorias y burocráticas que obstaculizan la actividad, la recuperación perderá vigor y por tanto existe la clara amenaza de retornar a un escenario de crecimiento débil a partir de 2018. En el ámbito institucional y microeconómico, España está mal equipada para afrontar una nueva crisis o para absorber las repercusiones de un deterioro sensible de la situación económica internacional, en especial, de la europea. Ese mal equipamiento ante la emergencia de potenciales shocks adversos reviste una especial gravedad por la presencia de un abultado desequilibrio, el endeudamiento del sector privado y, sobre todo, del público.

Desde esta óptica, la política económica española tendrá en 2017 y en lo que reste de legislatura un conflicto existencial entre lo posible y lo necesario. Aunque esa fuese su voluntad, el Gobierno no tiene capacidad de instrumentar un programa de ajuste estructural del gasto público ni tampoco parece en condiciones de impulsar una agresiva agenda reformista en el plano institucional y regulatorio. Ello condena a una estrategia de mínimos en la que se intente “salvar los muebles”, en concreto, la consecución del objetivo de déficit pactado con la UE. En este sentido, la tensión entre las exigencias de rigor presupuestario, la necesidad de avanzar en las reformas estructurales y la distinta visión de aspectos básicos de la estrategia económica a aplicar entre las distintas fuerzas que componen el Parlamento conduce a paralizar la puesta en marcha de las medidas que permitirían mantener un alto ritmo de crecimiento. El resultado será una

desaceleración de la economía a lo largo de 2017 cuya intensidad dependerá de la evolución de factores externos y, por tanto, incontrolables por el Gobierno. Si los riesgos apuntados no se materializan, el descenso de la actividad será suave este año pero las previsiones para 2018 pueden ser sustancialmente peores.

II. LAS PRIMERAS MEDIDAS ECONÓMICAS DEL GOBIERNO

El objetivo gubernamental de reducir el déficit público sin recortar el gasto de las AA.PP. junto a la necesidad de conseguir los apoyos parlamentarios para lograr esa meta han conducido a la aprobación de una serie de reformas que afectarán de manera negativa a la inversión empresarial, a la creación de empleo y elevarán o consolidarán en tasas elevadas el paro estructural existente. En el medio y largo plazo, esas medidas reducirán el potencial de crecimiento de la economía española y no garantizan una disminución permanente del desequilibrio de las finanzas de las AA.PP. El proceso de consolidación fiscal vuelve a reposar sobre el aumento de los ingresos, fortalecido en las previsiones del Gobierno por un incremento de la inflación y, por tanto, del PIB nominal que eleve la recaudación sin necesidad de disminuir los desembolsos del sector público. En suma se trata de aplicar la misma estrategia fiscal y presupuestaria que desde 2012 ha impedido conseguir los objetivos de déficit proyectados por el Gobierno y pactados con la Comisión Europea.

La subida del impuesto de sociedades

La elevación de la fiscalidad efectiva sobre las empresas tiene un especial atractivo porque parece indolora desde un punto de vista político y social. El alza del IRPF o de los tributos sobre el consumo tiene una visibilidad clara para los contribuyentes mientras que la imposición societaria carece de rostro. Si, además se cree que las principales perjudicadas por esa medida son las grandes empresas, la oposición a ella es inexistente. Sin embargo, pocas figuras tributarias ejercen un impacto sobre la economía

tan dañino como la que recae sobre las sociedades, efecto que se agudiza en un entorno globalizado con una alta movilidad del capital. El real Decreto Ley 3/2016 de 2 de diciembre incrementa la fiscalidad empresarial sin alterar los tipos nominales del IS por dos vías: mediante la limitación de la deducibilidad de determinadas figuras en las bases imponibles, caso de los gastos financieros, y a través de la limitación a la compensación de bases imponibles negativas y de las deducciones por doble imposición internacional.

La acumulación de ese factor de producción en una economía se ve afectada por la tributación empresarial por una razón elemental: ésta disminuye la tasa de retorno de la inversión después de impuestos y, por tanto, cercena el estímulo a invertir. En la mayoría de los sistemas fiscales, ese coste se ve mitigado porque se permite a las sociedades amortizar la depreciación de su stock de capital, deducirse el pago de intereses de la deuda corporativa etc. Cuando la desaparición de esas exenciones no se ve acompañada por un descenso paralelo de los tipos impositivos, los incentivos de las empresas a acumular capital descienden.

La tesis según la cual el peso del impuesto de sociedades recae sobre éstas y no sobre sus trabajadores es una falacia. Donde el capital tiene mayor movilidad que el trabajo, caso de España, la incidencia de la tributación tiende a caer sobre los salarios y sobre el empleo. Un reciente informe muestra que un punto de incremento de la fiscalidad que grava a las compañías se traduce en una caída de los salarios reales en los cinco años siguientes a la adopción de esa iniciativa¹.

La influencia de la tributación corporativa sobre los flujos de Inversión Extranjera Directa tiene un amplio respaldo. Los estudios de la OCDE sobre la materia sugieren que un aumento del 1 por 100 del impuesto de sociedades ocasiona un descenso del 3,7 por 100 de esa variable. En otras palabras, si un país X tiene una fiscalidad empresarial más gravosa que la vigente en otras jurisdicciones, la posibilidad de atraer inversores foráneos disminuye. En una economía abierta, los marcos fiscales compiten entre sí. Esa

¹ Arulampalam and others, The Direct incidence of Corporate income tax on wages, European Economic Review, 2012.

es la causa de la caída de los tipos impositivos societarios en todos los estados desarrollados. Desde 2000 han descendido en promedio 12 puntos en la OCDE.

En el largo plazo, el crecimiento económico depende del de la productividad y ésta reposa a su vez sobre el progreso tecnológico, la innovación y el incremento del capital humano. La subida de la tributación corporativa mengua la rentabilidad de las inversiones y, por tanto, la propensión de las empresas a destinar recursos a esas variables. Cuánto mayores son los impuestos de sociedades, menor es el aumento de la Productividad Total de los Factores y a la inversa. La escalada alcista de ese indicador en Irlanda durante la década de los noventa está estrechamente ligada a su competitiva fiscalidad empresarial. La experiencia obtenida de un gran número de países indica que una bajada del 10 por 100 del impuesto de sociedades eleva de forma permanente la tasa de crecimiento del PIB entre un 0,6 por 100 y un 1,8 por 100².

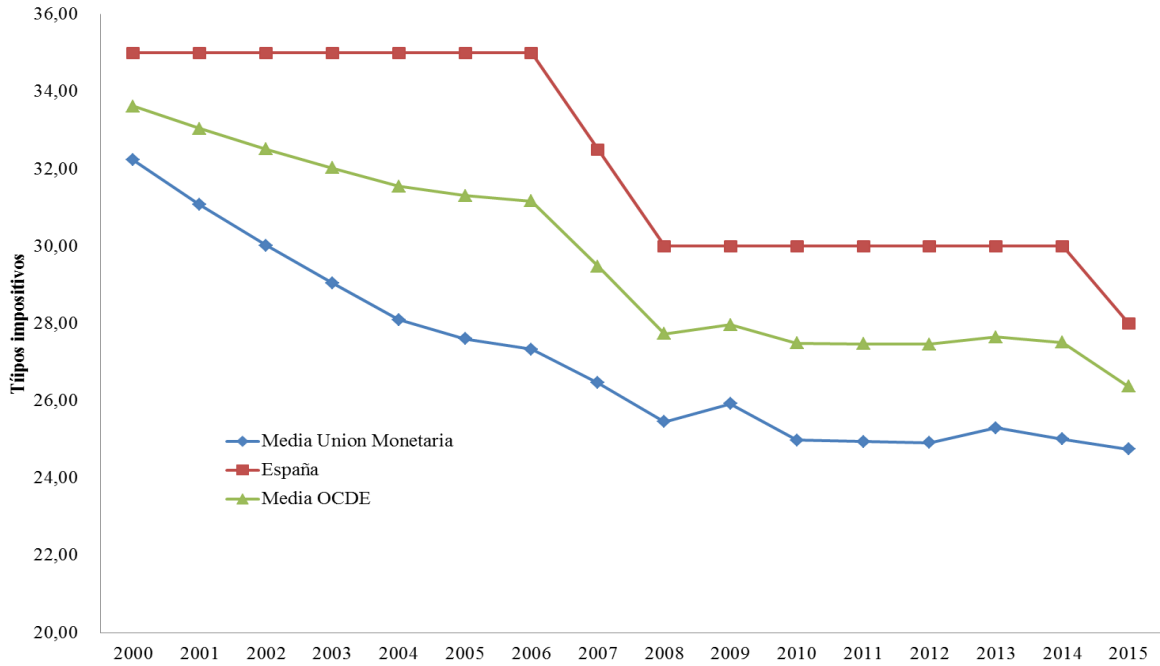
Dicho esto, España tiene un Impuesto de Sociedades cuyos tipos nominales se sitúan entre los más altos de la OCDE; el décimo lugar en el ranking. Por otra parte, la fiscalidad total –IS más cotizaciones sociales- soportada por las compañías españolas es la mayor de la UE, un 50 por 100, sólo superada por la de Francia, el 63 por 100 frente al 49 por 100 de Alemania, el 40 por 100 de Noruega, el 38 por 100 de Finlandia, el 32 por 100 del Reino Unido o el 24 por 100 de Dinamarca. Por añadidura, de acuerdo con datos de la Comisión Europea, las tasas impositiva marginal y media efectivas sobre las sociedades no financieras estaba en 2015 entre el 38,6 por 100 y el 32,9 por 100 respectivamente³. Como colofón, el 1 por 100 de las sociedades españolas aporta el 50 por 100 de la recaudación total del IS y se dice que pagan poco...

² Arnold J., Do Tax Structures Affect Aggregate Economic Growth?, Empirical Evidence from a Panel OECD Countries, 2008.

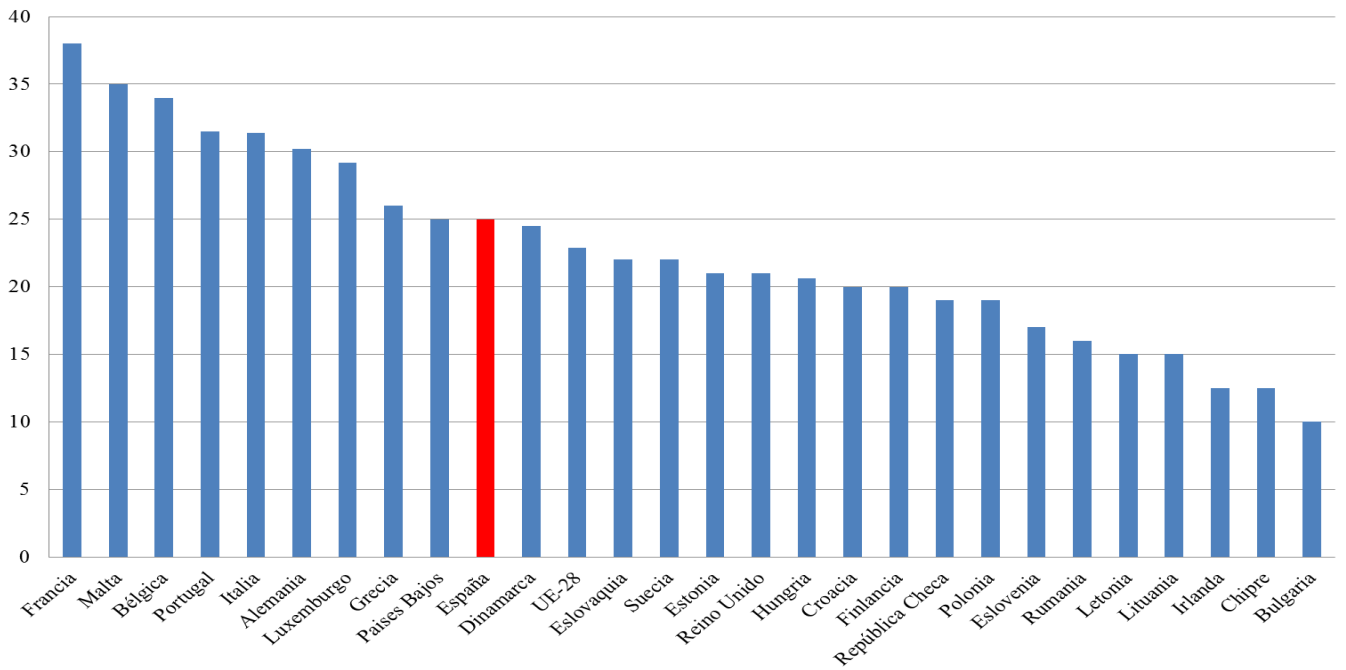
³ Informe sobre España 2016, Documento de Trabajo de los Servicios de la Comisión, Comisión Europea, 26-2-2016.



Evolución tipos impositivos del Impuesto de Sociedades



Tipos del Impuesto de Sociedades en la Unión Europea



Fuente: OCDE y Eurostat

La hipotética interrelación entre las iniciativas que se pretenden introducir por el gobierno español en el Impuesto de Sociedades y el aumento de los ingresos fiscales generados por ellas es cuestionable. Un estudio realizado por el American Enterprise Institute para una muestra de 20 países de la OCDE muestra la existencia de un efecto Laffer, esto es, el tipo impositivo para las sociedades comienza a restar recursos cuando se eleva. Esto es consistente con el hecho de una mayor movilidad del capital y, por tanto, con la competencia entre los estados para atraer inversión exterior y evitar salida de la doméstica. Las empresas no están cautivas y, por tanto, huyen de las jurisdicciones con una elevada fiscalidad⁴.

Ante este panorama, una modificación de la imposición empresarial que eleve la carga tributaria soportada por las compañías acentuará las desventajas competitivas de la economía española; frenará la inversión y el empleo; desincentivará la innovación y la mejora de la productividad; lastrará el nacimiento de empresas y terminará por fomentar la deslocalización de la inversión hacia lugares con un tratamiento fiscal más favorable a la iniciativa empresarial. Por último, la subida del tipo efectivo del IS aplicable a decisiones empresariales realizadas con anterioridad a la nueva normativa plantea serias dudas sobre su constitucionalidad, debido a su carácter retroactivo y, en cualquier caso, erosiona el principio de seguridad jurídica lo que se traduce en un aumento del riesgo regulatorio de la economía española.

Cotizaciones sociales

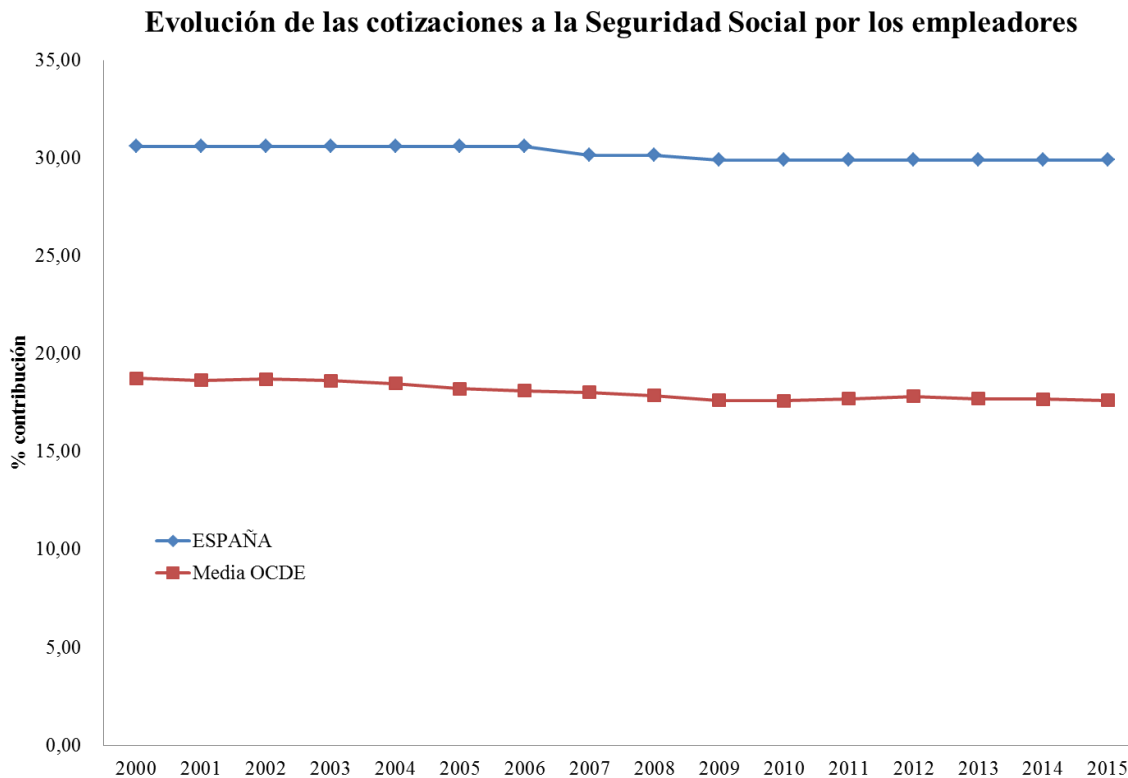
El Gobierno ha decidido incrementar las cotizaciones mínimas y de las máximas a la Seguridad Social, un 8 por 100 y un 3 por 100 respectivamente. La duda no despejada estriba en saber si esta medida implica suprimir los topes que limitan las contribuciones de los empresarios y de los trabajadores a la S.S. En este caso se produciría una severa elevación de los costes laborales unitarios con graves implicaciones para la

⁴ Brill A., Hasset K., Revenue-Maximizing Corporate Income Taxes, The Laffer Curve in OECD Countries, AEI, 2007.

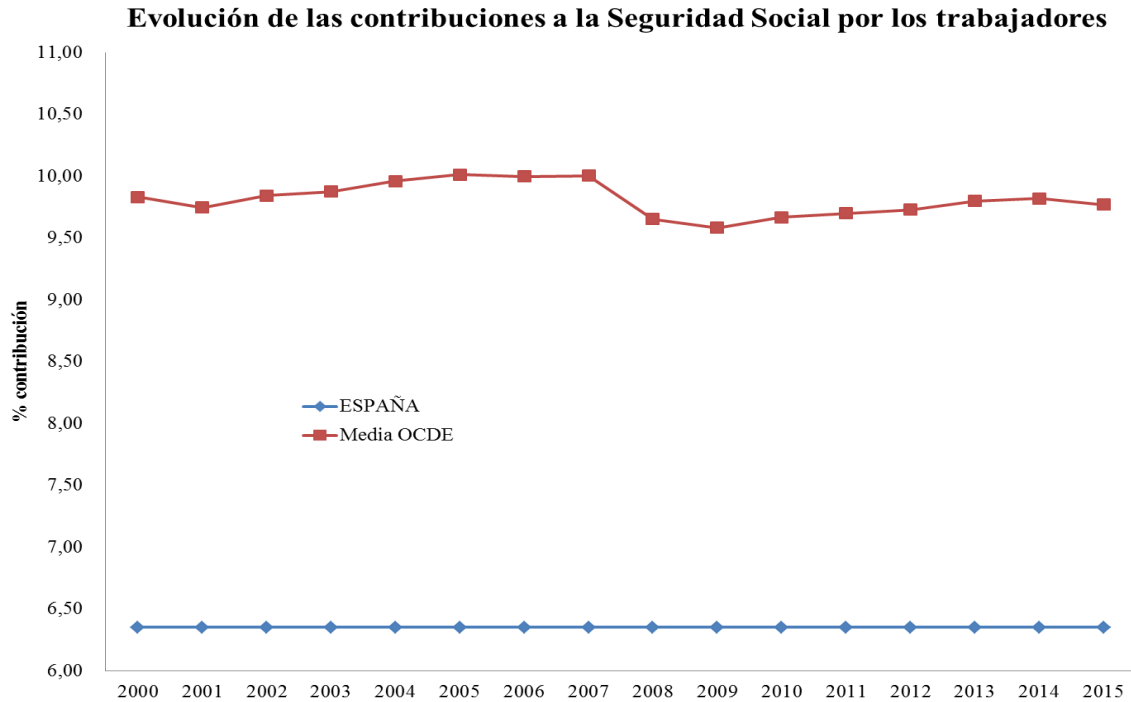
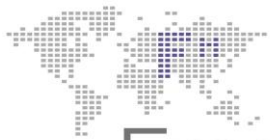


competitividad de la economía española, para el empleo y, por tanto, para la estabilidad financiera del sistema de pensiones. En suma se acentuarían los perniciosos efectos de una imposición sobre el factor trabajo que se coloca entre las mayores del mundo desarrollado, en el número 13 de los 34 estados miembros de la OCDE.

Para comprender la dimensión del problema es útil recurrir al concepto de *cuña fiscal*. Con él se describe la brecha existente entre el salario neto después de impuestos percibido por un trabajador y el coste bruto total que el empresario debe pagar para contratarlo. La teoría económica y la evidencia empírica enseñan que los aumentos de ese indicador tienden a reducir la demanda de trabajo y, a no ser que se corrija ese impacto, el resultado será un crecimiento de la tasa de desempleo. La mano de obra más afectada por ese movimiento alcista es la dotada de menor productividad. Por eso, pocos tributos son tan distorsionadores como las contribuciones a la Seguridad Social.



Fuente: OCDE



Fuente: OCDE

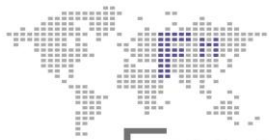
Esa afirmación es fácil de entender. Por un lado, las cotizaciones sociales reducen el ingreso neto de los trabajadores en la proporción en la que éstos contribuyen a su pago; por otro afectan de manera negativa a la demanda de mano de obra. Cuando un empresario se plantea contratar a alguien no sólo contempla la remuneración que él ofrece y el trabajador demanda, sino también el importe de las cuotas a la S.S. que ha de pagar si adopta esa decisión. En suma, el coste laboral unitario depende de dos componentes: la renta salarial y las contribuciones empresariales a la S.S. Si la combinación de ambas se traduce en un precio del factor trabajo superior al de equilibrio, las empresas demandarán menos empleo y el paro será mayor.

Por otra parte, en una economía abierta, integrada en una unión monetaria no es factible mantener la competitividad de las empresas si sus costes laborales crecen por encima de lo que lo hacen los de sus socios comerciales. Ello genera una apreciación del tipo de cambio real, un deterioro de la posición competitiva de las empresas y, con ella, de su capacidad de generar beneficios, invertir y crear puestos de trabajo. Esto significa que

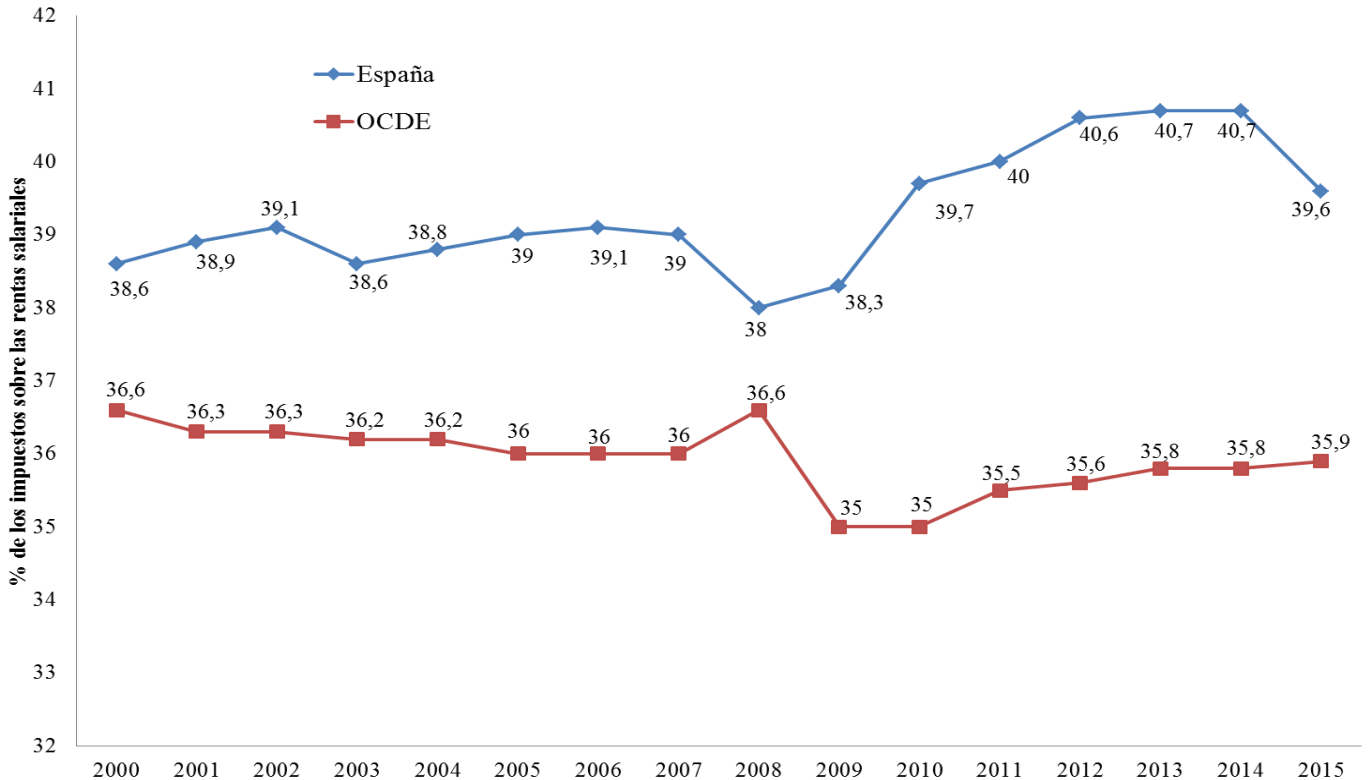
las ganancias de competitividad en una economía con cotizaciones empresariales a la SS más altas que las de sus competidores sólo se producirán a través de una caída de los salarios o del empleo. Al contrario, una disminución de las cuotas a la S.S. reduce los costes de las empresas y les hace ganar competitividad. Esto es crucial en un área monetaria común, léase la UME, en la que no es posible devaluar la tasa de cambio.

¿Cuál es la posición de España? En la vieja Piel de Toro, la *cuña fiscal* para un trabajador sin hijos está en el 39,6 por 100 frente al 35,9 por 100 en la media de la OCDE y para una pareja con dos hijos en el 33,8⁵ por 100 frente al 26,7 por 100 en el promedio de esa organización. Al mismo tiempo, las contribuciones a la S.S. se financian en un 88 por 100 mediante las aportaciones de las empresas. Entre 2000 y 2015, ese impuesto sobre el trabajo ha descendido en el promedio de la OCDE pero se ha acrecentado en España. No hace falta ser un experto para intuir los costes de esta situación para las compañías y para los trabajadores españoles y tampoco hay que hacer un esfuerzo extraordinario para prever qué sucedería si se elevasen más: menos crecimiento, menos empleo, menos ingresos para las arcas públicas. Desde 2012, la intensa caída de los costes laborales unitarios fue un determinante esencial del binomio incremento del empleo-descenso del paro.

⁵ Fuente: OCDE



Media de la cuña fiscal para un trabajador soltero



Fuente: OCDE

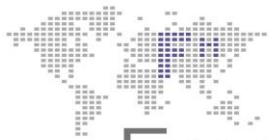
Desde esas premisas hay que analizar las consecuencias de un potencial “destope” de las cotizaciones sociales mínimas y máximas. En este momento, su importe, sea inferior a la base mínima (753 euros/mes) o exceda la máxima (3.425 euros/mes), no desbordará en ningún caso esos límites. Si estos se suprimen, los trabajadores con mayores ingresos y las empresas que los emplean deberán afrontar unos pagos a la S.S. mucho más elevados. En este supuesto pueden suceder tres cosas, ninguna de ellas positiva: primera, los costes laborales de las compañías se dispararían salvo que se produzca una reducción paralela de las nóminas; segunda, el importe de la pensión máxima disminuirá si el incremento de las cotizaciones no se ve acompañado por un crecimiento de aquella o tercera, se produciría una presión financiera insostenible sobre el sistema si la pensión crece en la misma proporción en la que lo hacen las cotizaciones.

En realidad, la base que sustenta una hipotética alza de las contribuciones a la S.S. es idéntica a la que fundamenta las subidas de otros impuestos, esto es, la supuesta existencia de una correlación exacta o cuasi exacta entre el incremento de esas figuras y el de la recaudación. En el caso de la fiscalidad directa o indirecta el objetivo de las subidas impositivas es recortar el déficit público; en el de las cuotas sociales allegar recursos para cerrar el desequilibrio financiero del esquema de cobertura del retiro existente en España. Ambas acciones adolecen del mismo error: la ignorancia o el olvido de su negativo impacto sobre las decisiones de los agentes económicos, es decir, sobre sus incentivos a trabajar, invertir, consumir y contratar. Si un aumento de las contribuciones a la S.S. es siempre dañino, lo es más en una economía con una tasa de desempleo de dos dígitos.

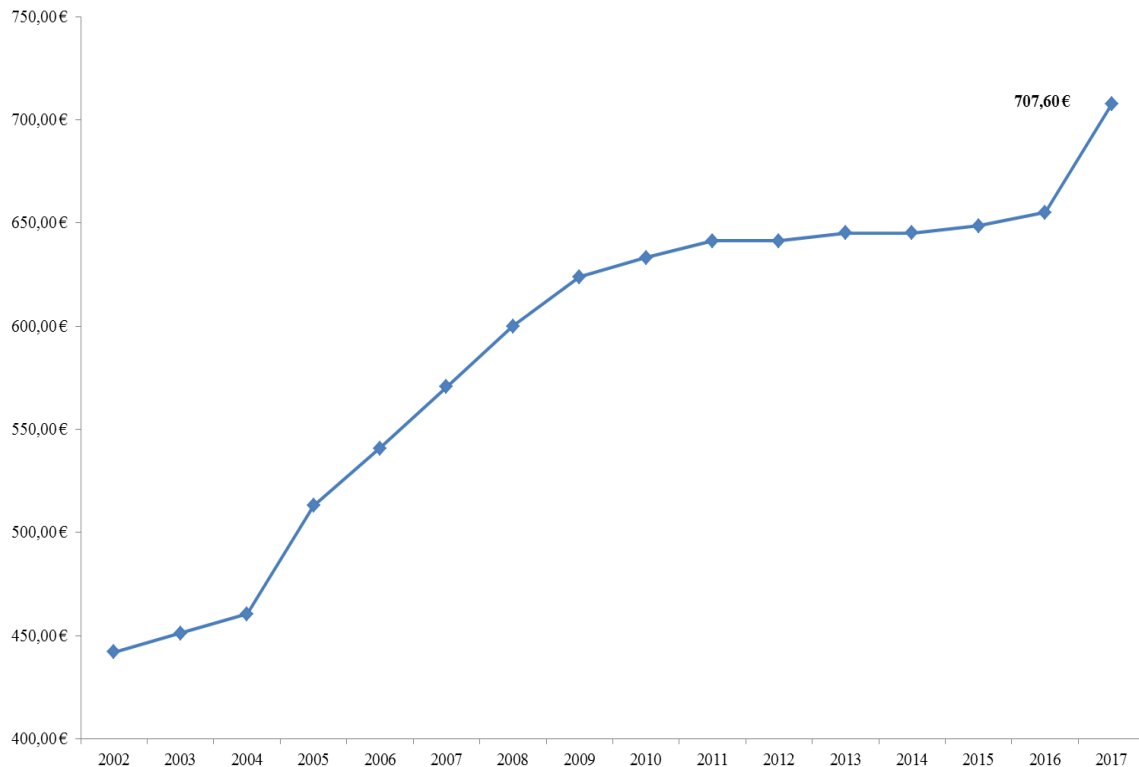
Por último, la mejora de competitividad derivada de un crecimiento de los costes laborales unitarios inferior al registrado por los principales socios comerciales de España se ha sostenido en la moderación salarial. En un escenario de recuperación económica y de un previsible aumento de la inflación en 2017 será más difícil que en el pasado mantener una evolución salarial similar a la del período 2012-2016. Desde esta perspectiva, la subida de las cotizaciones sociales implica renunciar a utilizar éstas como un instrumento de devaluación interna en un momento en el que disponer de él sería fundamental.

Un incremento histórico del salario mínimo

La elevación de los salarios mínimos interprofesionales (SMIs) ha ganado audiencia política como una vía para aliviar la pobreza, así como las desigualdades salariales y de renta ocasionadas por la Gran Recesión. El incremento del SMI tiene un impacto negativo sobre el empleo y, en cualquier caso, sus costes son inferiores a los beneficios que reporta a sus perceptores. Este es el punto de partida para analizar la decisión gubernamental sobre la materia que se traduce en la mayor elevación del SMI desde la instauración de la democracia.



Salario Mínimo Interprofesional mensual y en 14 pagas en España



Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social

El modelo estándar de un mercado laboral competitivo predice que un incremento del SMI genera una reducción del empleo del factor trabajo con menor cualificación y experiencia. Por un lado, el encarecimiento de ese tipo de mano de obra conduce a su sustitución por otros factores de producción, equipo y capital; por otro, la subida del SMI y la nueva combinación de *inputs* generada por ella disminuye la producción y la demanda de puestos de trabajo. En paralelo, los trabajadores tienen distintos niveles de cualificación y, por tanto, un mayor SMI incentiva a que las empresas sustituyan mano de obra poco cualificada por aquella más cualificada. Por tanto, el saldo neto de elevar el SMI perjudica a los colectivos a los que se pretende favorecer.

Tampoco el salario mínimo es un instrumento eficaz para reducir la pobreza como proclaman sus paladines. La razón es clara. Muchas familias son pobres porque ninguno de sus miembros trabaja; buena parte de los potenciales demandantes-receptores del SMI viven en hogares con ingresos por encima de la media y la pobreza de las personas

empleadas no se deriva de su precariedad salarial sino del escaso número de horas que trabajan. Por último, como algunos o muchos individuos son pobres al estar desempleados no reciben por definición beneficio directo alguno de un aumento del SMI. Desde esta perspectiva, si el salario mínimo es una de las causas de su permanencia en el paro, se produce la paradoja de que éste fomentaría en lugar de mitigar la pobreza.

Una visión crítica de ese enfoque se sustenta en la hipótesis de un mercado con baja movilidad del factor trabajo en el que los empresarios tienen un cierto margen de discrecionalidad para imponer los salarios de forma unilateral. En este modelo de “monopsonio”, el efecto de un alza del SMI es ambiguo. Sin embargo, este planteamiento tiene escasa aplicación práctica, en concreto, a los sectores que emplean un alto volumen de trabajadores poco cualificados. Esos son los mercados que se ven más afectados por los salarios mínimos y presentan dos rasgos definitorios: primero, las empresas ubicadas en ellos son similares y próximas unas a otras, por ejemplo las instaladas en centros comerciales; segundo, la rotación laboral existente en ellos es muy elevada. En ese entorno no es posible ejercer un poder monopsónico.

¿Qué dice la evidencia empírica? Un reciente trabajo, que da cuenta de más de 100 estudios sobre el SMI, muestra que el 85 por 100 de ellos determina la existencia de una estrecha correlación entre la subida de esa figura y la pérdida de empleo juvenil, femenino y no cualificado, sobre todo, en el sector de la economía con una mayor propensión a demandar ese tipo de mano de obra, los servicios. En promedio, un alza del 10 por 100 del SMI acrecienta en un 1 por 100 el paro de los jóvenes⁶.

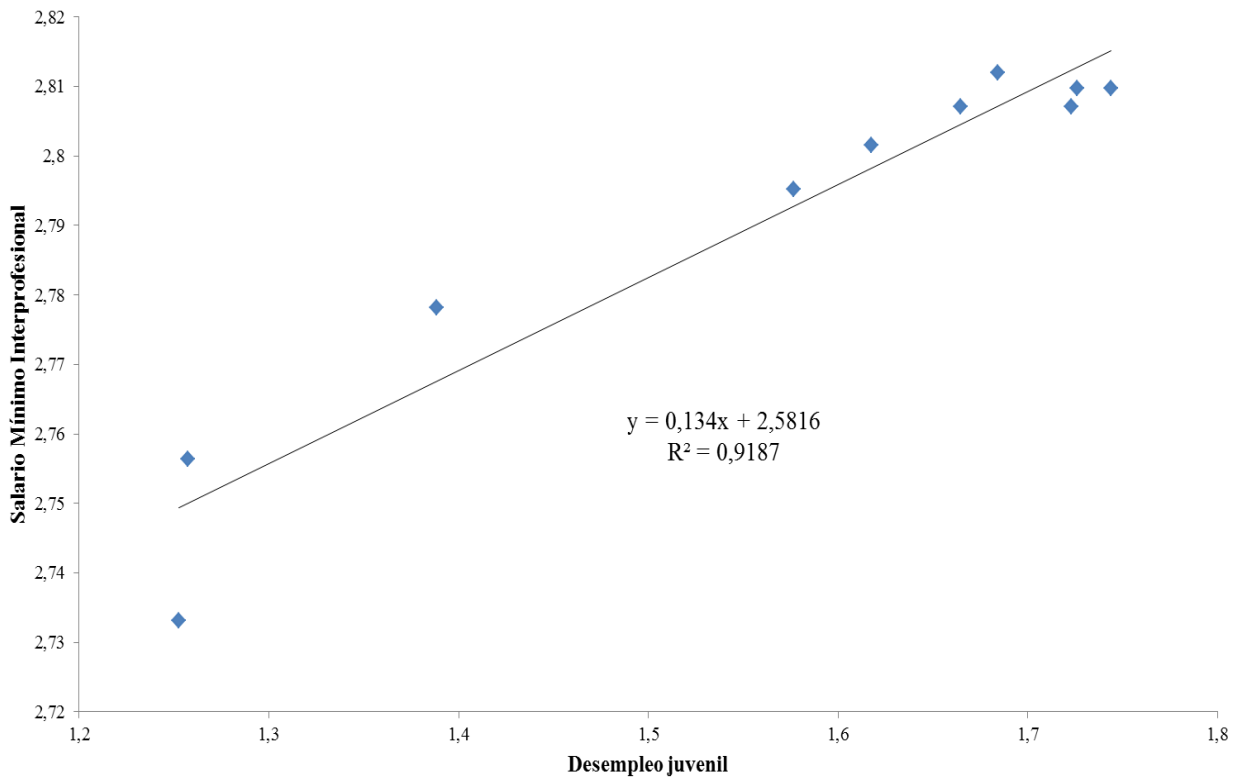
Por lo que se refiere a España, el SMI ha crecido entre 2008 y 2016 un 14,82 por 100, mientras el coste de la vida lo ha hecho en un 8,62 por 100 conforme a los datos del

⁶ Neumark D., The Effects of Minimum Wages on Employment, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2015.

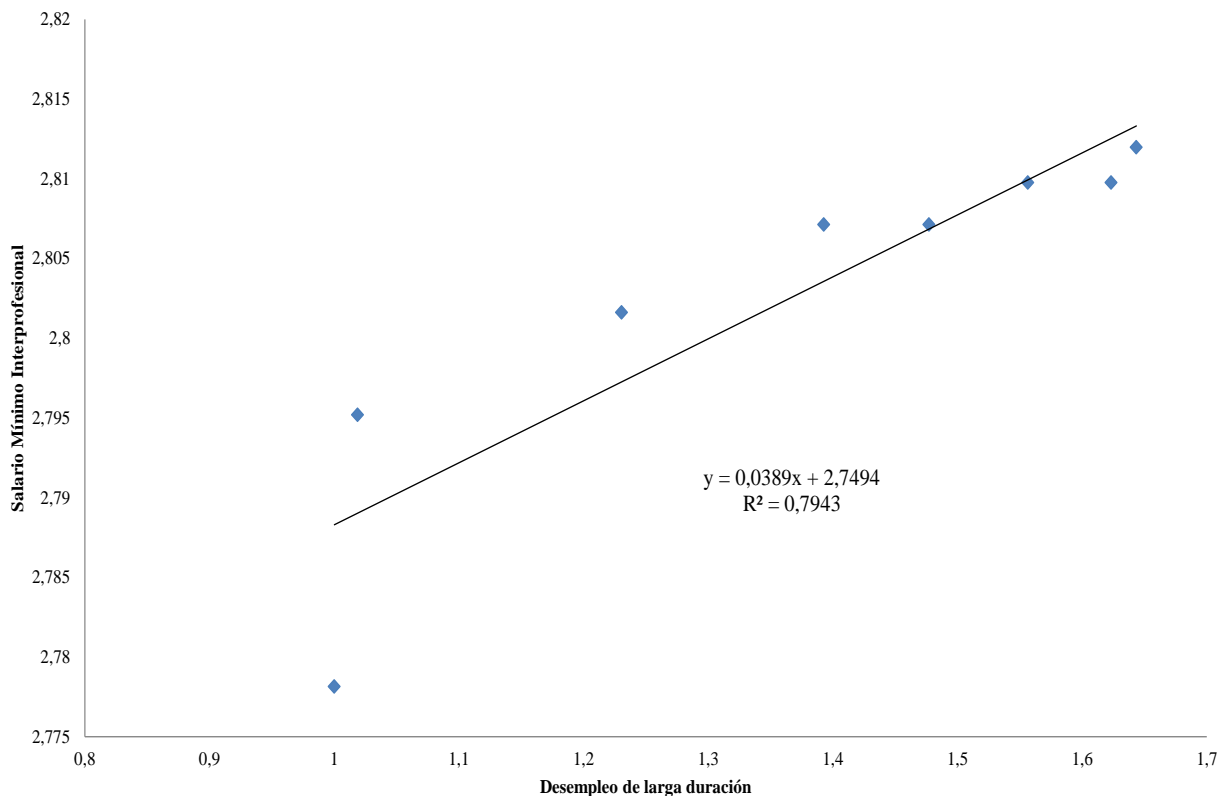


INE. Esta escalada alcista se ha producido en el marco de un agudo ciclo recesivo que ha inducido una abultada tasa de desempleo. Si, además se tiene en cuenta que la proporción de trabajadores en España que cobran el salario mínimo es irrelevante desde un punto de vista estadístico, es evidente intuir a quienes ha dejado fuera del mercado laboral *ese impuesto invisible*, a los jóvenes, a las mujeres y a los trabajadores poco cualificados. Su repercusión negativa sobre la contratación se acentúa porque al coste salarial que implica *per se* hay que añadir las cotizaciones sociales pagadas por los empresarios, lo que encarece aún más la contratación juvenil, femenina y la de trabajadores con escasa cualificación⁷.

Relación entre Salario Mínimo y desempleo juvenil en España (periodo 2006 a 2015)



Relación entre Salario Mínimo y desempleo larga duración en España (periodo 2006 a 2015)



Fuente: elaboración propia con datos del INE

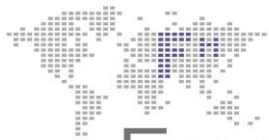
Nota: los datos empleados están desestacionalizados y se ha eliminado la heterocedasticidad y la multicolinealidad. A pesar de ser una base de datos muy pequeña (los datos anuales que tiene el INE en su página) resulta significativa la correlación tan alta que arroja, si bien es cierto que no hay nada determinante es una pista muy importante sobre los efectos negativos de establecer un SMI alto para un país con un paro como el español: con un elevado desempleo juvenil y de larga duración.

Desde esas premisas hay que evaluar la subida del SMI a 707,6 euros en 2017 que supone un incremento del 8 por 100 en términos nominales y del 6,5 por 100 en términos reales. A la vista de los argumentos expuestos, esta medida equivale a establecer un impuesto de esa misma cuantía sobre la contratación de sus teóricos beneficiarios, lo que frenaría de manera clara su incorporación al mercado de trabajo y, por tanto, les condenaría a permanecer en el paro. Con una tasa de paro del 18,9 por 100 y de desempleo juvenil del 41,9 por 100, subir el SMI es un error descomunal con graves implicaciones sociales y económicas.

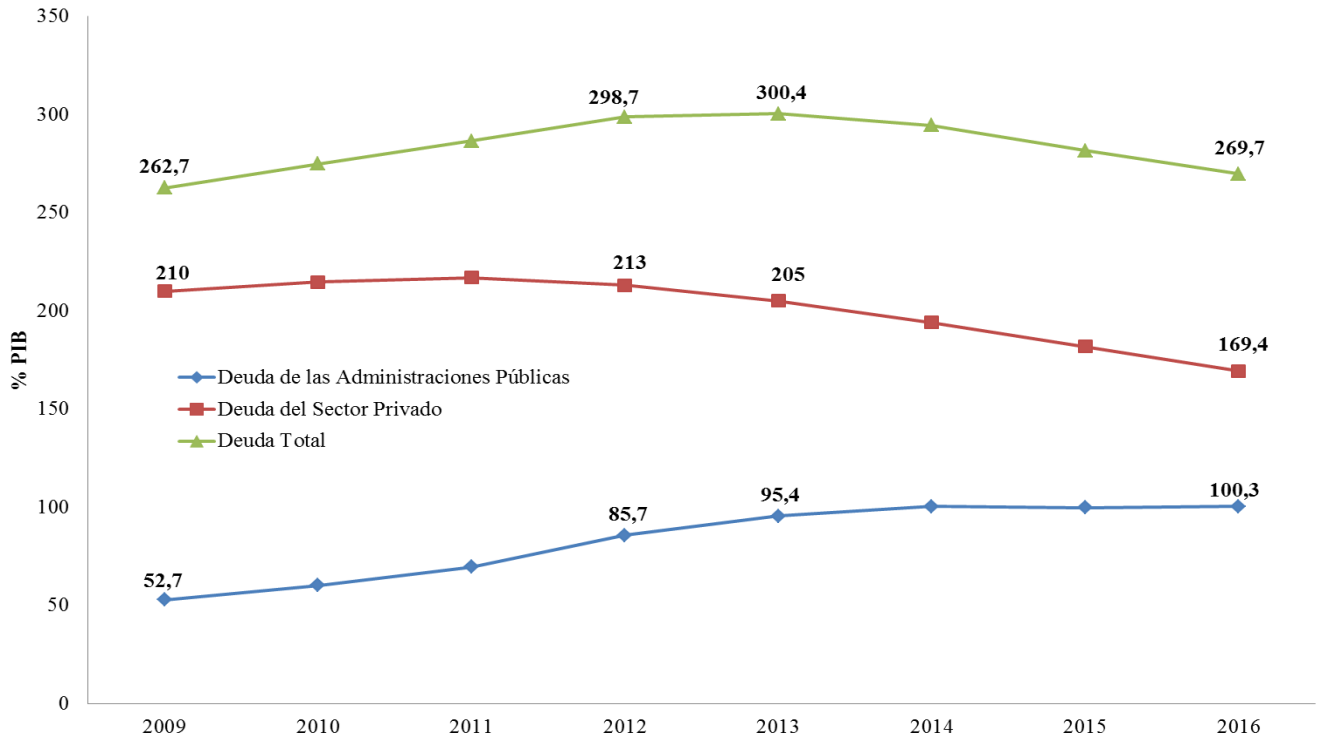
III. LA PRINCIPAL VULNERABILIDAD DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

En un escenario de elevada incertidumbre en la economía internacional, la principal vulnerabilidad de la economía española radica en su elevado endeudamiento. Los niveles alcanzados por este desequilibrio macroeconómico constriñen la capacidad de sostener el aumento de la demanda interna y aumentan los riesgos derivados de la emergencia de shocks adversos. Si bien el deterioro de la ratio deuda/PIB estuvo marcado por el vigoroso incremento del endeudamiento de las familias y de las corporaciones en el período anterior a la Gran Recesión, desde el inicio de ésta, su principal impulso alcista ha procedido del espectacular incremento de la deuda de las Administraciones Públicas. Entre 2007 y 2016, la participación de la deuda pública en el PIB creció alrededor de 68 puntos porcentuales. En condiciones económicas normales y sin un cambio sustancial en la política presupuestaria, la Comisión Europea prevé que ese desequilibrio se mantendrá en torno al 100 por 100 del PIB hasta 2020 y sólo disminuirá hasta el 92 por 100 del PIB en 2026. Un stock de deuda de esa magnitud supone un lastre para el crecimiento de la economía española⁸.

⁸ Con una ratio deuda pública/PIB por encima del 90 por 100, la deuda afecta de manera negativa al crecimiento. Reinhart C. and Rogoff K, Growth in a Time of Debet, NBER, 2010.

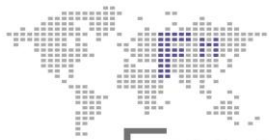


DEUDA PÚBLICA VS. DEUDA PRIVADA

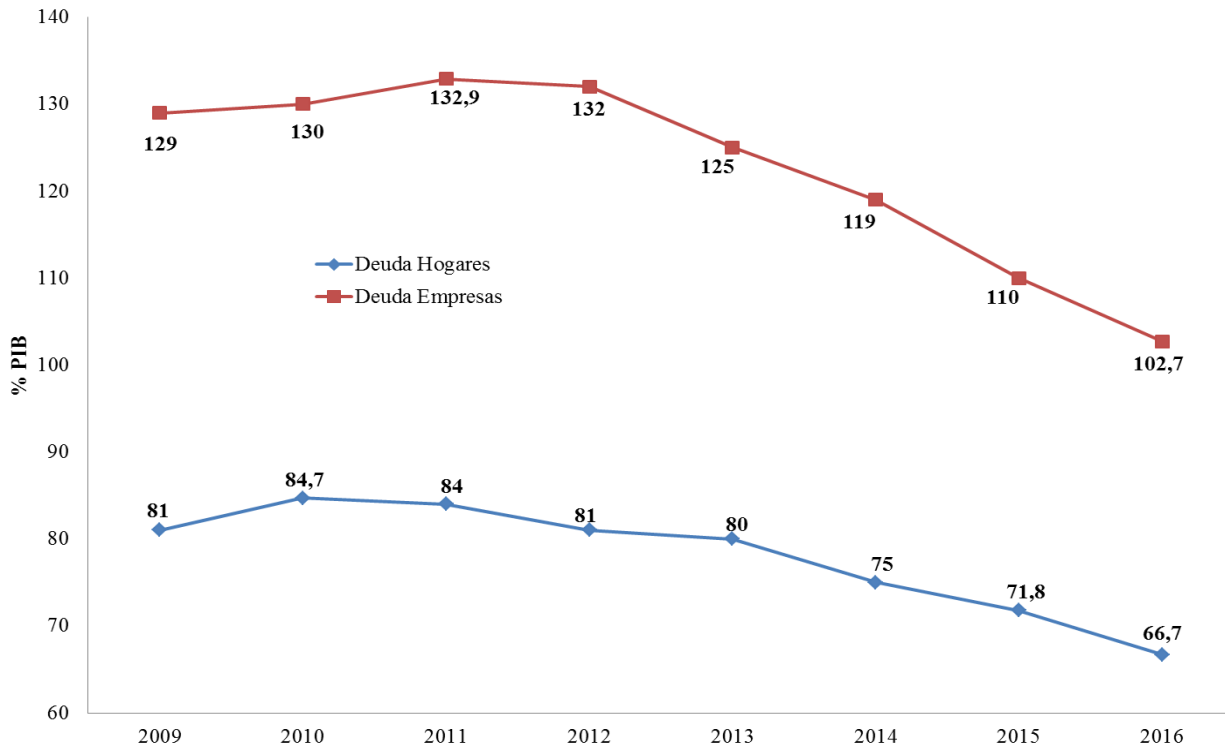


Fuente: Eurostat y Banco de España

A pesar del esfuerzo de desapalancamiento realizado por el sector privado, 495,4 miles de millones de euros desde 2010, su endeudamiento es alto en términos históricos, lo que hace a las compañías y, sobre todo, a los hogares vulnerables a shocks externos y, en especial, a una elevación de las tasas de interés. Los hogares han recortado ese desequilibrio en 182,9 m.m. de euros desde 2010 hasta situarle en el 66,7 por 100 del PIB pero es todavía muy superior al vigente en el promedio de la zona euro. De acuerdo con los análisis de sostenibilidad realizados por la UE, las necesidades de reducción de su endeudamiento de las familias para que alcancen un nivel de equilibrio están entre 10 y 20 puntos porcentuales del PIB. El proceso de disminución de su deuda es menor que el de las empresas ya que la mayoría de ella procede de créditos hipotecarios cuyas tasas de cancelación bancaria son inferiores a las de otras modalidades crediticias. En paralelo, la baja inflación y el suave crecimiento de la renta nominal han impedido lograr una mayor disminución del endeudamiento de los hogares.



DEUDA HOGARES VS. DEUDA EMPRESAS



Fuente: Eurostat y Banco de España

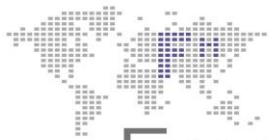
Con las actuales tasas de interés vigentes en la eurozona, los préstamos hipotecarios a tipo variable, que prevalecen en el mercado español, han ayudado a disminuir la carga financiera soportada por los hogares. No obstante, éstos tienen una de las ratios deuda/renta más altas de la Unión Monetaria Europea, el 110 por 100 de la renta disponible. En consecuencia son especialmente sensibles a una elevación del precio del dinero. Se estima que un incremento de 300 puntos básicos en el tipo de interés elevaría en promedio la ratio de servicio de la deuda entre un 25 y un 30 por 100⁹. Si se considera que el único recorrido posible de los tipos en la eurozona es al alza y se incorpora la segura elevación del precio del dinero en EE.UU., los hogares españoles es muy probable que se encuentren con un encarecimiento de sus préstamos hipotecarios en un horizonte temporal breve. En este caso, la necesidad de emplear recursos

⁹ Ampudia M., van Vlooven H. and Zochowski D., Financial fragility of euro area households, WP 1737, BCE, october 2014.

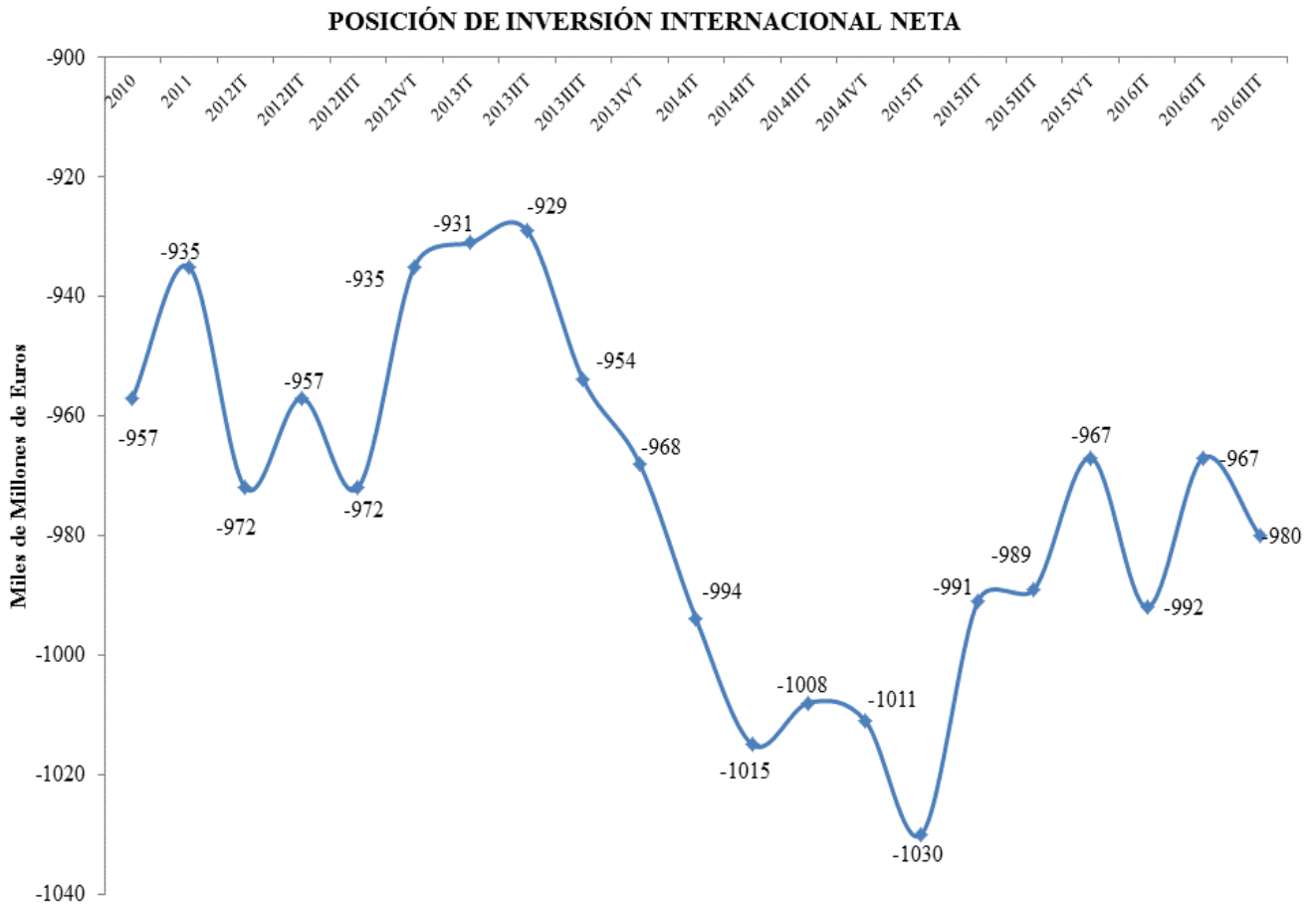
adicionales para hacer frente a ese escenario reducirá su capacidad de consumo afectando de manera negativa al crecimiento de la demanda interna.

La situación es más favorable para las compañías. Su ratio de deuda se sitúa en los niveles de 2008 y sus necesidades de *desapalancamiento* están por debajo de 10 puntos porcentuales del PIB para ser temporalmente sostenibles. En términos agregados, la deuda corporativa en porcentaje del PIB se sitúa en el 102,3 por 100, sensiblemente inferior a la de la media de la zona euro. Como en el caso de los hogares, la deflación ha sido también un obstáculo para que se produzca una disminución de su endeudamiento más pronunciado. Aunque una potencial subida de las tasas de interés afectaría de modo negativo a la inversión empresarial, sobre todo a de las pymes cuya dependencia de la financiación bancaria es muy elevada, dicho movimiento alcista debería ser relevante para producir un empeoramiento sustancial de la posición deudora de las empresas. Estas, por otra parte, tienen estructuras de financiación menos volátiles en relación a la evolución de las tasas de interés que los hogares.

La **Posición Inversora Neta** (la diferencia entre el total de los activos en manos de residentes españoles y los pasivos con agentes extranjeros) ha declinado diez puntos desde 2014 y de acuerdo con las proyecciones de la Comisión Europea y sus previsiones sobre la evolución de crecimiento del PIB y del saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente se situará por debajo del 50 por 100 del PIB en 2024. Sin embargo, el riesgo procedente de ese desequilibrio radica en el elevadísimo nivel de deuda negociable neta, lo que aumenta la vulnerabilidad ante las potenciales perturbaciones externas. Los instrumentos de capital (Inversión Extranjera Directa e Inversión en Cartera) no entrañan los mismos riesgos para la sostenibilidad de la deuda exterior en el sentido de que el pago de dividendos puede ser revisado durante las fases recesivas, lo que excluye la posibilidad de impago. Sin embargo, los costes del servicio de los instrumentos de renta fija son insensibles al ciclo. En España la deuda externa negociable equivale al 80 por 100 del PIB. Aunque gran parte de ella tiene un vencimiento a largo plazo y no plantea un peligro inmediato en términos de liquidez, sí



puede plantearlos en términos de sostenibilidad, sobre todo, en un escenario previsible de subida de las tasas de interés.



Fuente: Banco de España

Si la reducción de los pasivos externos era vital para reducir el riesgo de que un cambio de sentimiento de los mercados o un deterioro de la coyuntura económica o ambos factores a la vez pusiesen en duda la solvencia de España, la urgencia de corregir esa situación se ha incrementado a la vista de la inestabilidad existente a escala global y de, como se ha comentado, la segura trayectoria alcista de las tasas de interés. Para conseguir esa meta es básico generar elevados superávits de la balanza de pagos por cuenta corriente y, a la vez, altas tasas de crecimiento del PIB nominal. De igual modo es esencial mantener y fortalecer un entorno económico-institucional que sea atractivo para la inversión extranjera. A esto no ayudan las medidas aprobadas por el Gobierno en

su Real Decreto de 2 de diciembre y, tampoco, las dudas sobre el devenir de la política económica española, sujeta a la necesidad de llegar a acuerdos entre fuerzas parlamentarias con concepciones muy diferentes sobre aquella.

IV. SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La economía española consolidó en 2016 el proceso de recuperación iniciado en 2013, registrando el PIB real una trayectoria fuertemente expansiva. La desaceleración proyectada por el propio Gobierno, por el consenso de los analistas y por los organismos internacionales no se ha materializado. En el conjunto del año, el PIB crecerá un 3,3 por 100, una tasa superior a la registrada por el resto de los países desarrollados durante el pasado ejercicio. El motor del crecimiento ha sido la demanda interna sostenida por la fortaleza del consumo privado, impulsado por la positiva evolución de la renta disponible de las familias, por el dinamismo del empleo, por el comportamiento de la inflación, por la rebaja del IRPF, por el aumento de la riqueza financiera neta de los hogares y del crédito nuevo en un contexto de bajos tipos de interés. A la expansión de la demanda interna ha contribuido también el buen comportamiento de la inversión. La formación bruta de capital fijo en su doble componente, construcción e inversión en bienes de equipo ha mantenido su tendencia expansiva.

Por lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones han experimentado un incremento superior al anotado en 2015, 0,9 puntos por encima del de ese año. Su descenso hacia la UE se ha visto contrapesado por el aumento de las realizadas al ámbito extra europeo, en especial a China. El avance de las ventas españolas al exterior en un contexto de escaso dinamismo del comercio mundial es un claro ejemplo de las ganancias de competitividad de los bienes y servicios españoles en los mercados globales resultado de la favorable evolución del tipo de cambio real, originada por la trayectoria bajista de la inflación y de los costes laborales unitarios. Por su parte, las

importaciones han tenido un crecimiento moderado, lo que ha permitido transformar en positiva la aportación del saldo exterior al crecimiento del PIB.

El sólido crecimiento económico ha sido compatible con un incremento del superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente, 0,7 puntos superior al de 2015. Ello ha mejorado la capacidad de financiación de la economía española hacia el resto del mundo y recortar el saldo deudor de la posición neta de inversión internacional. La elevación del saldo positivo de la balanza por cuenta corriente ha procedido del aumento del saldo comercial de bienes y servicios y del descenso del déficit de rentas de inversión.

En 2016, el crecimiento ha continuado siendo intensivo en creación de empleo, situándose la tasa de paro en el 19,6 por 100 de la población activa. España es con Alemania el país que crea más puestos de trabajo en la UE, un 31 por 100 del total. Si bien la temporalidad es alta, 28,1 por 100, es casi siete puntos inferior a la existente en 2006. Por otra parte, el paro de larga duración y el juvenil son los principales beneficiarios del descenso del desempleo. Para sostener esta dinámica es básico no modificar la reforma laboral y mantener el crecimiento moderado de los salarios. Por lo que respecta a la inflación, se situó para el conjunto del año en el -0,2 por 100 mientras que la subyacente ha permanecido estable, por debajo del 1 por 100 anual. La inflación negativa ha sido consecuencia del descenso de los precios energéticos a lo largo del año pasado. Por último, el déficit del conjunto de las Administraciones Públicas en 2016 se cerrará en el 4,6 por 100 del PIB.

Previsiones 2017

Ceteris paribus, la economía española mantendrá su inercia expansiva en 2017 si bien a un ritmo inferior al experimentado en 2015 y 2016. Este escenario no se alterará de manera sustancial salvo que se produzcan fenómenos de orden interno o externo que produzcan un cambio significativo en las expectativas de las familias, de las empresas y de los inversores internacionales. La pérdida de vigor relativo de la expansión no

obedecerá sólo a un deterioro de la coyuntura global, a la segura inversión de alguno de los elementos que la han impulsado –los bajos precios del petróleo- y a la probable de otros –la subida de las tasas de interés-, sino también a la programación presupuestario-fiscal dibujada por el Gobierno, a la parálisis de las reformas estructurales y a la incertidumbre sobre la estabilidad gubernamental. Eso se refleja en la Tabla que se dibuja a continuación.

Previsiones de Crecimiento del PIB

(Variación media anual en porcentaje)

Consenso de Funcas	2,4
Gobierno (diciembre 2016)	2,7
Banco de España (septiembre 2016)	2,3
CE (noviembre 2016)	2,3
FMI (octubre 2016)	2,2
OCDE (junio 2016)	2,3

Desde un punto de vista cualitativo, la continuidad del ciclo expansivo se ve reforzada por la evolución de los principales indicadores de expectativas. En este sentido, los PMI¹⁰ se mantienen en niveles elevados. Ello refleja que las familias y las empresas apuestan por la persistencia de la reactivación de la actividad en el corto y en el medio plazo. Estas favorables perspectivas se complementan por el comportamiento de los índices de sentimiento económico, de confianza industrial, de confianza de Servicios y de confianza del consumidor. Todos apuntan una tendencia ascendente.

Indicadores de expectativas de la economía española

(Variación en porcentaje respecto al mismo periodo del año anterior)

	2015	2016 I	2016 II	2016 III	2016 IV	Último mes
Indicador del sentimiento económico*	108,8	107,3	106,1	105,2	107,4	108,4
PMI compuesto (niveles entre 0 y 100)	56,7	55,0	55,3	54,2	55,0	55,2
PMI manufacturas (niveles entre 0 y 100)	52,5	54,3	52,5	51,4	54,4	55,3
Indicador de Confianza Industrial	0,3	-1,9	-2,8	-3,8	-0,6	0,9
Indicador de Confianza en Servicios	20,2	18,8	17,5	16,0	18,7	20,0
Indicador Confianza del Consumidor	1,8	-2,5	-3,2	-6,1	-3,2	-2,7

*por niveles, media = 100

¹⁰ La importancia del PMI radica en que es un inmejorable indicador de la situación y dirección de una economía, y por ser el primero que se publica cada mes en contraste con los índices oficiales publicados por los organismos gubernamentales

En este contexto, el cuadro de previsiones macroeconómicas del Gobierno para 2017 es razonable si bien Freemarket considera que algunas de las hipótesis que le sustentan está sujetas en unos casos a un alto grado de incertidumbre –evolución de los tipos de interés en la zona euro-, en otros pecan de un exceso de optimismo –la evolución de los precios del crudo- y en algunos son imprevisibles, léase el impacto de la política económica que diseñe y ejecute la Administración republicana durante los próximos meses, las negociaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea etc. Esas variables son de muy compleja evaluación y, por tanto, condicionan de una manera sustancial la exactitud de cualquier previsión. En consecuencia, las previsiones para 2017 están sometidas a incógnitas que en estos momentos no cabe despejar.

Como es habitual, Freemarket proyecta dos escenarios posibles sobre cuál será el comportamiento de la economía española en 2017. En el primero –Escenario sin Shocks Externos- se contempla una situación en la que se mantiene la actual evolución de la coyuntura económica global sin sustanciales modificaciones, salvo unos precios del petróleo en un rango más alto que el incorporado por el Gobierno en las hipótesis subyacentes a su cuadro macro (55 dólares el barril de Brent frente a 52) y unos tipos de interés a corto (0,0) y a largo (2,2) superiores a los fijados por el Gabinete en 2017 para esas variables (-0,3 y 1,9). Consideramos que, si EE.UU. aumenta sus tasas de interés, el BCE no podrá mantener los vigentes en la zona euro.

En el segundo escenario –Escenario con Shocks- se establecen como supuestos básicos un precio medio del barril de Brent de 60 dólares, unos tipos de interés a corto del 0,1 por 100 y unos tipos a largo del 2,5 por 100. La previsión de las tasas de interés se plantea en consonancia con una normalización de la política monetaria del BCE forzada por un endurecimiento de la desplegada por la Reserva Federal norteamericana a lo largo de 2017. En este sentido, nuestra hipótesis se aleja de la prevista por los mercados que descuentan la continuidad de los estímulos monetarios.

Al margen de los riesgos apuntados existe otro que tiende a no considerarse, a saber, la evolución de los salarios. Desde la reforma laboral de 2012, la trayectoria de las rentas



salariales en España ha sido moderada, lo que ha permitido ganar competitividad y facilitar la creación de empleo. Además, esto ha sido compatible con la mejora de ganancia de poder adquisitivo de los salarios en un contexto de inflación negativa. El peligro es que esa situación se invierta, sobre todo, cuando la inflación vuelva a repuntar como lo hará a lo largo de 2017. En este contexto, el riesgo de reiniciar una espiral precios-salarios no es desdeñable y su materialización sería muy negativa.

V. PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA

	DATOS OBSERVADOS											Previsiones Freemarket 2017	
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ECS	2017 ESS
PIB Y AGREGADOS (%variación real)													
PIB, pm	4,0	3,8	1,1	-3,6	0,0	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	3,2	3,3	2	2,8
<i>Gasto en consumo de:</i>													
-Hogares	3,8	3,3	-0,7	-3,6	0,3	-2,0	-2,9	-2,3	1,2	3,1	3,4	1,6	2,7
-Administraciones públicas	4,6	6,2	5,9	4,1	1,5	-0,3	-3,7	-2,9	0,0	2,7	1,0	3,2	1,1
Formación bruta de capital fijo	7,2	4,4	-3,9	-16,9	-4,9	-6,3	-8,1	-3,8	3,5	6,4	4,6	3,5	4,1
-Bienes de equipo	9,9	10,4	-2,5	-24,5	2,8	2,5	-2,6	1,7	7,7	7,5	7,5	4,5	6,2
-Construcción	6,0	3,2	-5,9	-11,9	-9,8	-9,0	-9,7	-9,6	-0,2	5,3	2,8	2,9	3,5
<i>Exportación de bienes y Servicios</i>	<i>6,7</i>	<i>8,3</i>	<i>-0,8</i>	<i>-11,0</i>	<i>9,4</i>	<i>7,4</i>	<i>1,2</i>	<i>4,3</i>	<i>5,1</i>	<i>5,4</i>	<i>5,9</i>	<i>4</i>	<i>5,7</i>
<i>Importación de bienes y servicios</i>	<i>10,2</i>	<i>8,6</i>	<i>-5,6</i>	<i>-18,3</i>	<i>6,9</i>	<i>-0,8</i>	<i>-6,3</i>	<i>-0,5</i>	<i>6,4</i>	<i>7,5</i>	<i>6,2</i>	<i>4,5</i>	<i>6,0</i>
Demanda nacional (a)	5,2	4,4	-0,4	-6,4	-0,5	-2,7	-4,3	-2,7	1,6	3,7	3,1	2,3	3,1
Saldo exterior (a)	-1,5	-0,6	1,6	2,8	0,5	2,1	2,2	1,4	-0,3	-0,5	0,2	-0,3	-0,4
Balanza de pagos: saldo por CC (b)	8,3	-10	-9,3	-4,3	-3,9	-3,2	-0,3	1,4	1	1,5	2,5	1,6	1,9
<i>Empleo total (puestos ETC, Contabilidad Nacional)</i>													
<i>Empleo total (puestos ETC, Contabilidad Nacional)</i>	<i>3,2</i>	<i>2,5</i>	<i>2,9</i>	<i>2,8</i>	<i>3,6</i>	<i>3,7</i>	<i>3,2</i>	<i>0,2</i>	<i>1,1</i>	<i>3,0</i>	<i>2,9</i>	<i>1,9</i>	<i>2,5</i>
Tasa de paro (% población activa, EPA)	8,5	8,2	11,3	17,9	19,9	21,4	24,8	26,1	24,4	22,1	19,6	18,5	17,5
INFLACIÓN	3,5	2,8	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	1	1,3
SALDO DE LAS AAPP (% del PIB)	2,4	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-10,6	-6,8	-5,8	-5,0	-4,6	-3,7	-3,1

(a) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales

(b) En % del PIB

Nota: para los datos de 2016 de los que todavía no se conoce un resultado definitivo, se han hecho previsiones propias.

Nota2: se contemplan dos escenarios:

· 2017 ESCENARIO CON SHOCKS

· 2017 ESCENARIO SIN SHOCKS EXTERNOS

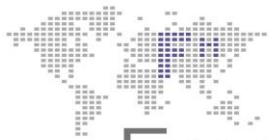
Fuentes: INE, BCE y BE

EL ANÁLISIS FREEMARKET

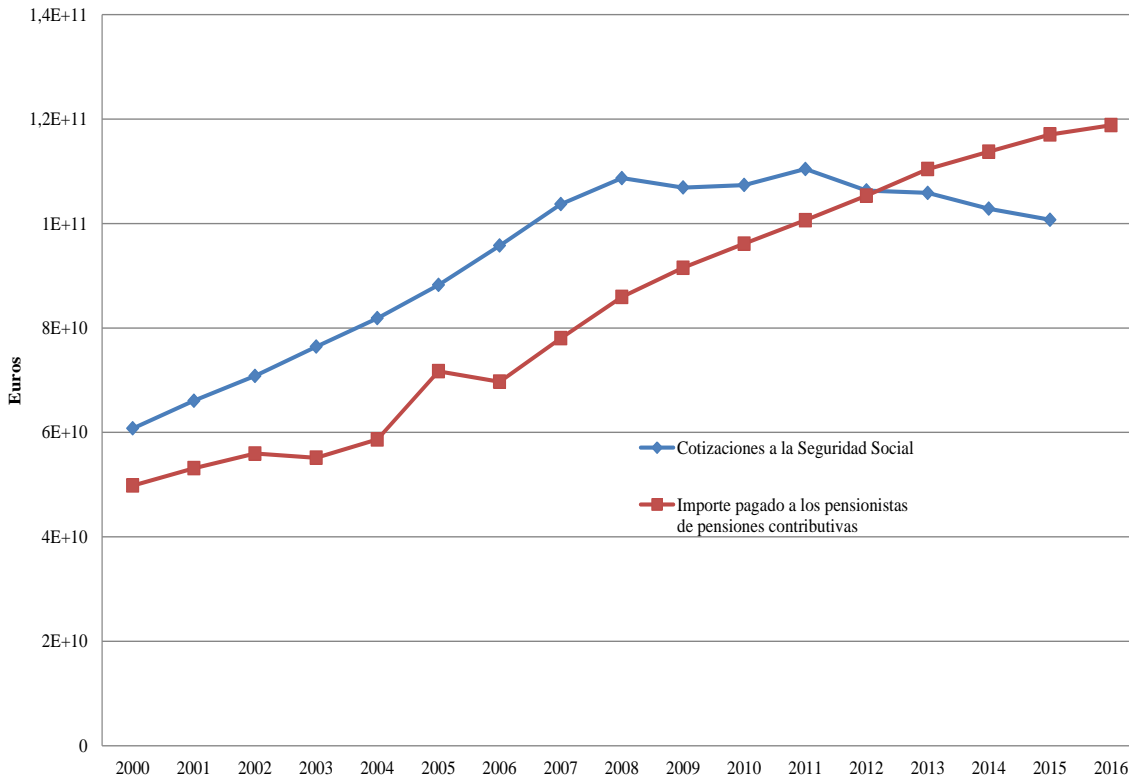
La reforma de las pensiones: los “parches” no solucionan el problema

La cobertura del retiro y la vivienda son las dos mayores inversiones realizadas por un español medio en toda su existencia, pero entre ambas existe una diferencia radical. Un individuo es o puede ser propietario de su casa, pero no tiene derecho alguno de propiedad sobre su pensión porque la obtención de ésta se sustenta en un sistema de *reparto*. Las contribuciones realizadas por una persona en toda su vida laboral para devengar una prestación económica proporcional a ellas cuando se jubile no se acumulan en ningún fondo, como el común de la gente piensa. Se emplean en sufragar a quienes están ya retirados y a quienes se jubilan en este instante con la expectativa de que las generaciones venideras se comporten de igual modo con quienes hoy contribuyen a pagar las jubilaciones. En la práctica, el régimen de *reparto* es un peligroso *esquema de Ponzi*¹¹ bautizado con el noble y equívoco apelativo de solidaridad intergeneracional. Para entender sus implicaciones resulta esencial describir su naturaleza y su funcionamiento si bien es posible avanzar una conclusión: Su insostenibilidad. De acuerdo con los últimos datos publicados por la Seguridad Social, el montante de los dos flujos de dinero –cotizaciones sociales e importe gastado en pensiones- es el siguiente:

¹¹ El esquema Ponzi es una operación fraudulenta de inversión que implica el pago de intereses a los inversores de su propio dinero invertido o del dinero de nuevos inversores. Esta estafa consiste en un proceso en el que las ganancias que obtienen los primeros inversionistas son generadas gracias al dinero aportado por ellos mismos o por otros nuevos inversores que caen engañados por las promesas de obtener, en algunos casos, grandes beneficios. El sistema funciona solamente si crece la cantidad de nuevas víctimas



Evolución de las Cotizaciones a la Seguridad Social y del importe pagado por pensiones contributivas



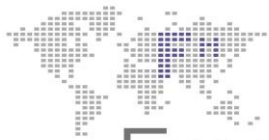
Fuente: elaboración propia a partir de Sucesivos Anuarios y estadísticas del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social. Cuentas del Sistema de Seguridad Social

Nota: el dato del montante de las Cotizaciones en 2015 está recogido del Resumen de la Cuenta General de la Seguridad Social del ejercicio 2015 hecha realizada por la Seguridad Social y hecha pública el 11 de noviembre de 2016. Son todavía resultados provisionales.

(1) Con efectos 1 de enero de 2012, se procede a la integración del Régimen Especial de Empleados de Hogar mediante la creación de un Sistema Especial en el Régimen General (Ley 27/2011, de 1 de agosto) y a la integración de los trabajadores por cuenta ajena del Régimen Especial Agrario, mediante la creación de un Sistema Especial en el Régimen General de la Seguridad Social (Ley 28/2011, de 22 de septiembre).

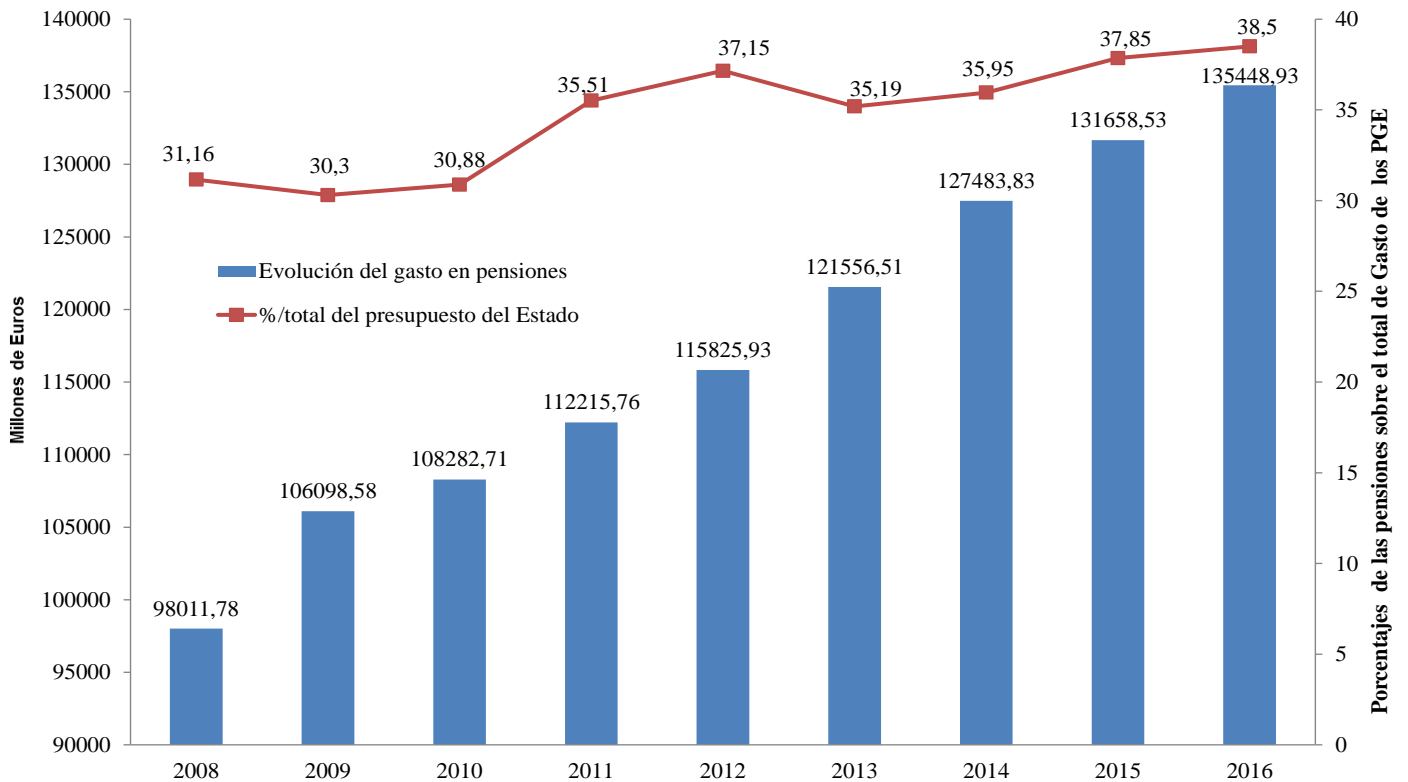
(2) Con efectos 1 de enero 2008, se procede a la integración de los trabajadores por cuenta propia del Régimen Especial Agrario de la Seguridad Social en el Régimen Especial de la Seguridad Social de los trabajadores por cuenta propia o autónomos (Ley 18/2007, de 4 de julio) .

En los pasados años, las pensiones han supuesto la partida más importante del Gasto en los Presupuestos Generales del Estado. En el siguiente gráfico se puede observar su evolución y el porcentaje que el gasto en pensiones supone en cada año sobre el total del presupuesto del Estado. Desde el comienzo de la crisis en 2008, la participación de las



pensiones en los PGE ha crecido más de siete puntos y si se mira en cifras absolutas lo ha hecho en casi cuarenta mil millones de euros ¿Cuál es el problema que encierra esta evolución tan agresiva?

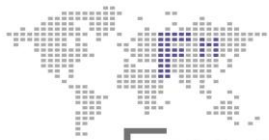
Evolución del gasto en pensiones



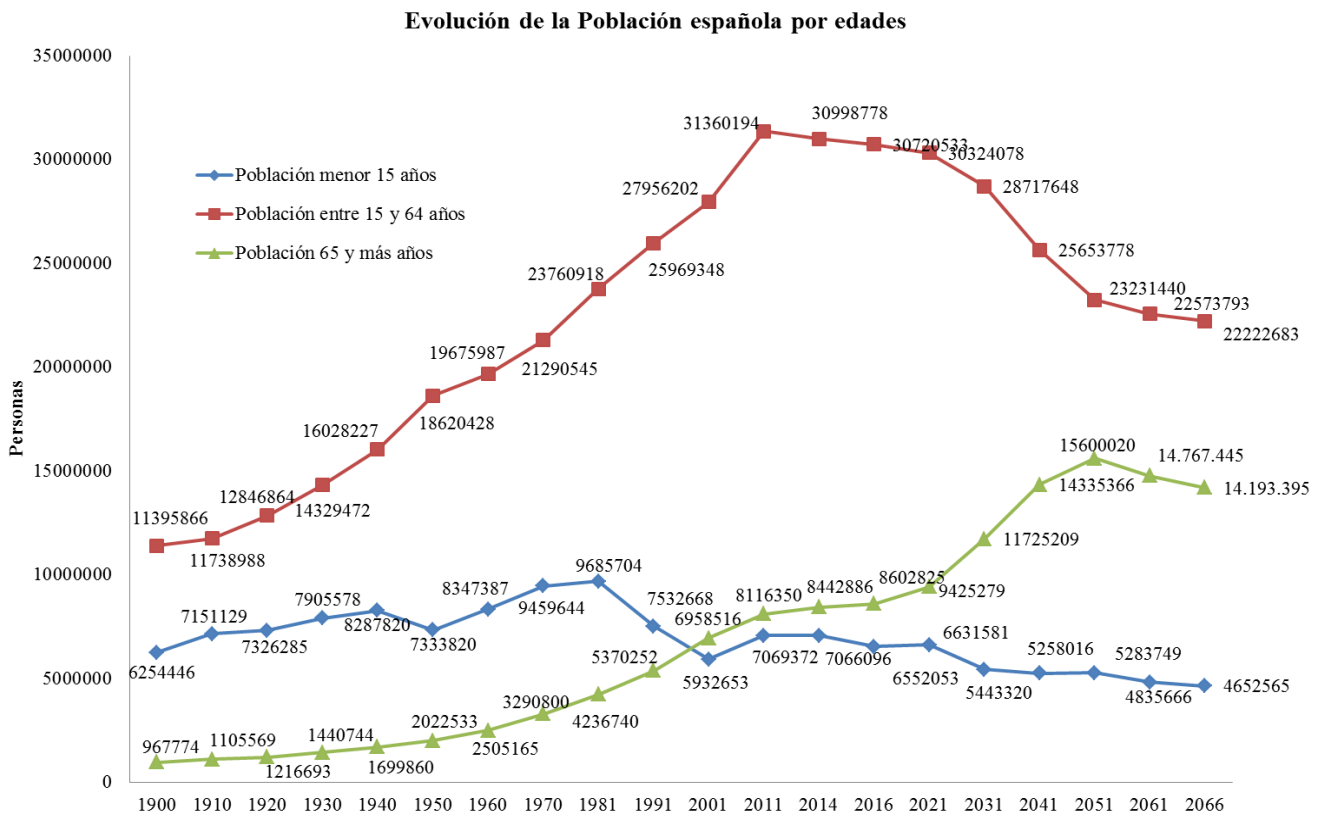
Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social

En el periodo reflejado en el Gráfico, el capítulo del gasto en pensiones crece a un ritmo anual superior al tres por ciento, a pesar de que las revalorizaciones de las mismas durante los últimos 4 años han sido del 0,25 por ciento anual, lo que refleja el problema demográfico existente en España.

Durante más de cuatro años, los superávits de la Seguridad Social se han volatilizado. El coste de las pensiones a sufragar es superior al de las cotizaciones sociales con las que en teoría deberían financiarse. Este desequilibrio patrimonial constituye un grave problema financiero y macroeconómico en el corto y medio plazo, que se agravará en el largo a la vista de la mutación demográfica de España. En el siguiente gráfico se



muestra cuál ha sido el mapa poblacional español desde el censo de 1900 hasta el de 2014 y se incorporan las proyecciones de población realizadas por el Instituto Nacional de Estadística.

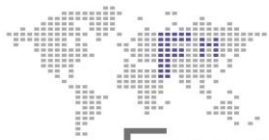


Fuente: elaboración propia a partir de:

- Entre 1900 y 2016 los datos reales de la población española recogidos en los sucesivos censos de población
- Entre 2021 y 2066 proyecciones de población del Instituto Nacional de Estadística

De acuerdo con lo expuesto en el Gráfico, la demografía hispana se ha comportado de la siguiente forma:

- La franja de edades entre cero y quince años ha tenido oscilaciones crecientes hasta el año 2001. En este ejercicio, la población infantil en España fue inferior a la que había en 1900 (véase la línea azul). En cambio se han multiplicado por tres, los adultos de entre 15 y 64 años (línea roja) y por seis los mayores de 65 años (línea verde).



- A partir de 2001, la población menor de 15 también oscila aunque, esta vez, su tendencia es decreciente. Si continúa la actual tendencia demográfica¹² en el año 2051 habrá 5 millones de ciudadanos menores de 15 años, más de 15 millones mayores de 64 y 23 millones con edades comprendidas entre los 15 y los 65 años. En términos actuariales, este escenario constituye un serio obstáculo para financiar las pensiones.
- La población mayor de 65 años ha tenido un crecimiento sostenido en el tiempo y desde el año 1900. Entonces no llegaba al millón de personas; en 2016 se sitúa en los ocho millones seiscientas mil personas, y en 2052 habrá 15,6 millones de jubilados.
- Las cohortes de edad entre 15 y 64 años han tenido una evolución diferente a la mostrada en las proyecciones anteriores¹³, ya que, cuando se realizaron, no se tuvieron en cuenta, entre otras variables, los flujos migratorios recibidos por España en los últimos quince o veinte años. Ahora el INE ha incorporado esta variable. Dicho esto, la población entre 15 y 64 años ha sido creciente hasta el año 2011 y a partir de este año ha comenzado a disminuir. En 2016 que son los últimos datos observados se ha reducido en alrededor de 640.000 personas. La causa de este hecho ha sido el envejecimiento de la población y la repatriación a su país de población inmigrante.

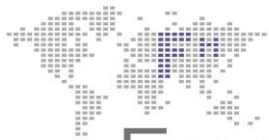
¹² Las proyecciones de población que ha construido el INE constituyen una simulación estadística del tamaño y la estructura demográfica de la población que residiría en España en los próximos años, en caso de mantenerse las tendencias demográficas actuales. Estos datos muestran, básicamente, el efecto que sobre la población futura tendría la presente estructura poblacional, con la población existente hoy en España y con los comportamientos demográficos hoy observados.

¹³ En otras proyecciones anteriores de estudios realizados hubo errores importantes por no incorporar los flujos migratorios que ha tenido España a lo largo de los últimos quince años. Estudios de entonces fueron “La Seguridad Social en el umbral del siglo XXI. Estudio Económico Actuarial” MTSS, noviembre 1995; “La reforma del sistema público de pensiones en España” de José Herce y Victor Pérez-Díaz, Colección de Estudios e Informes número 4, diciembre 1995, La Caixa; “Estudios económicos de la OCDE”, España 1996, Madrid, diciembre, 1995.

Otras situaciones llamativas de la evolución demográfica proyectada por el INE son:

- En los próximos 35 años nacerán en España un 32 por 100 menos niños que en los últimos 35 años. Esto suponiendo que se incrementase ligeramente el número medio de hijos por mujer¹⁴. Además, el crecimiento de la edad media a la maternidad, que se sitúa actualmente en 31,9 años, continuaría y llegaría a los 33 años al final del periodo. El descenso en el número de nacimientos vendría determinado, sobre todo, por la reducción del número de mujeres en edad fértil. De hecho, el número de mujeres entre 15 y 49 años bajaría en 1,8 millones, un 16,6 por 100, en 15 años, y en 3,5 millones en 50 años, un 32,7 por 100.
- Aunque en los próximos años se reduzca la cifra de población y haya una mayor esperanza de vida, el número de defunciones seguiría creciendo como consecuencia del envejecimiento poblacional. Tanto es así que en el periodo 2016-2030 se llegarían a registrar casi 6,5 millones de defunciones, un 12,7 por 100 más que las producidas en los 15 años anteriores, entre 2001 y 2015. En ese período morirán en España un 34 por 100 más personas que en las últimas cuatro décadas.
- Desde el año 2015 y durante los próximos 50 años en España hay y habrá más muertes que nacimientos. Es decir, ya se ha pasado a tener y seguirá así durante el próximo medio siglo un saldo vegetativo negativo.
- En los próximos cincuenta años, España obtendrá una ganancia neta de población debida a migraciones de casi 3,1 millones de personas. La proyección para el periodo contemplado se realiza bajo las hipótesis de un flujo inmigratorio constante y una propensión de la población a emigrar al extranjero, por edades, también constante. En ambos casos se sostiene en su nivel previsto para 2015 según los datos de la Estadística de Migraciones.

¹⁴ Pasaría a 1,36 en 15 años y a 1,38 en 35 años, frente a los 1,33 de 2016.



- La simulación realizada por el INE refleja también la importante intensidad del proceso de envejecimiento de la población residente en España. De mantenerse la situación demográfica de la actualidad, la pérdida de población se concentraría en el tramo de edad entre 30 y 49 años, que se reduciría en 4,2 millones de personas en los 15 próximos años (un 28,5% menos) y en 6,0 millones hasta 2066 (un 40,1% menos). Además, el descenso de la natalidad provocaría que en 2031 habría unos 1.210.000 niños menores de 10 años menos que en la actualidad (un 25,9%) y 1,7 millones menos en 50 años (un 35,3% inferior).
- El porcentaje de población de 65 años y más, que actualmente se sitúa en el 18,7 por 100 del total de la población, pasaría a ser del 25,6 por 100 en 2031, y del 34,6 por 100 en 2066.

La combinación de todos esos elementos se traduce en un brutal aumento de la *tasa de dependencia*, que pasará del 53,5 por 100 en estos momentos al 62,2 por 100 en 2031 y al 92,9 por 100 en 2051. Por cada 100 personas en edad de trabajar habrá 92,9 inactivas. Como curiosidad, observar que la población centenaria (los que tienen 100 años o más) pasaría de las 16.460 personas en la actualidad a más de 222.104 dentro de 50 años.

Tasa de dependencia

	Mayores de 64 años (A)	Menores de 16 años (B)	Total (A+B)
2012	26,1	24,1	50,1
2014	27,6	24,4	52,1
2016	28,8	24,7	53,5
2026	35,8	21,9	57,7
2031	41,4	20,8	62,2
2041	56,7	22,2	78,9
2051	68,2	24,7	92,9

Fuente: INE

Nota:

- La tasa de dependencia de los mayores de 64 años se define como el cociente entre la población mayor de 64 años y la población mayor de 15 y menor de 65 años, expresado en tanto por 100.
- La tasa de dependencia de los menores de 16 años se define como el cociente entre la población menor de 16 años y la población mayor de 15 y menor de 65 años, expresado en tanto por 100.
- La tasa de dependencia de menores de 16 y mayores de 64 años se define como el cociente entre la población menor de 16 o mayor de 64 años y la población mayor de 15 y menor de 65 años, expresado en tanto por 100.

Se han realizado multitud de simulaciones y de proyecciones sobre la evolución demográfica y del gasto público en pensiones desde otros estudios¹⁵ y organismos¹⁶. Todas coinciden. Se producirá una fuerte subida de los desembolsos realizados por ese capítulo presupuestario en los próximos años y décadas. Ante esta avalancha de pensionistas es esencial y urgente abordar reformas de calado para conjurar la quiebra del sistema de pensiones. Las medidas convencionales que se proponen son las siguientes:

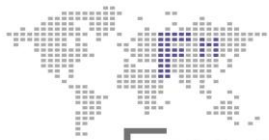
- Incremento en el número de años cotizados necesarios para obtener una pensión
- Retraso en la edad de jubilación
- Revalorización de las pensiones
- Reducción en el % sobre la base reguladora por cada año extra de cotización
- Introducir incentivos a la prolongación de la vida laboral
- Incremento del número de años de cotización

De hecho en estos momentos hay una comisión parlamentaria elaborando, para los próximos meses, una batería de medidas encaminadas a garantizar las pensiones, teniendo en cuenta que en el Fondo de Reserva quedan 15.000 millones de euros, después de que durante el pasado ejercicio se retirasen 19.000 millones para poder hacer frente a las extraordinarias de Navidad y verano de los más de 8,5 millones de pensionistas que actualmente tiene España.

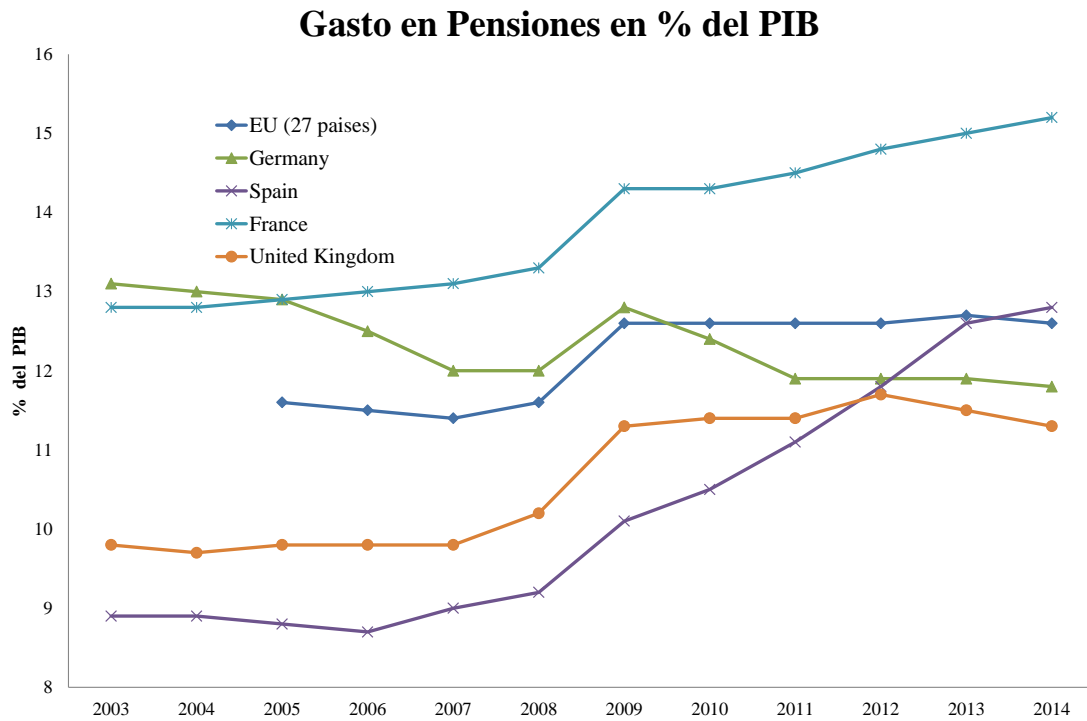
Se considera que ese paquete de actuaciones junto a una positiva trayectoria del empleo y al alza de la productividad de la economía aliviarían los problemas de sostenibilidad financiera de las pensiones públicas. Por desgracia, todo ese catálogo de iniciativas son “parches”, no resuelven el problema de un sistema de cobertura de retiro que es uno de los más onerosos de la OCDE y tiene instalada en su estructura una “bomba de relojería

¹⁵ Jiménez- Martín y Sánchez-Martín (2007); Díaz Jiménez y Díaz Saavedra (2007); Balmaseda, Melguizo y Taguas (2006)

¹⁶ Grupo de Trabajo sobre el Envejecimiento de la Población, Comité de Política Económica de la Comisión Europea.



demográfica”. Además, los “parches” suponen de hecho una disminución de las prestaciones recibidas por los jubilados. Trabajan más tiempo y cobran menos...



Fuente: Eurostat

En un país con las condiciones demográficas españolas, las reformas parciales no son la solución para hacer viable el *sistema de reparto*. Ello exigiría bien un drástico recorte de las pensiones o bien hacer recaer sobre las generaciones futuras una carga fiscal insoportable. Cualquiera de esas dos alternativas o una combinación de ambas no sólo tiene unas consecuencias económicas negativas, sino también conduce a una *guerra intergeneracional*. Es improbable que nuestros hijos y nietos acepten con resignación sacrificar su nivel de vida para sostener el de los jubilados. Ante este panorama sería aconsejable acometer una reforma estructural del modelo español de pensiones. El óptimo sería su transformación progresiva en un sistema basado en la *capitalización*. Dicho sistema parte de un principio: la conexión entre el ahorro acumulado por una persona y los beneficios que obtiene de él. En el caso de la cobertura del retiro, este criterio se traduce en que los individuos capitalizan a lo largo de toda la vida laboral las

contribuciones que obligatoriamente depositan en una cuenta personal domiciliada en unas entidades creadas expresamente con este fin. En otros países en donde se ha instaurado con gran éxito la capitalización se las ha llamado “Administradoras de Fondos de Pensiones” (AFP).

Hace más de dos décadas, se propuso la implementación en España de un esquema de esta naturaleza¹⁷. Sus ejes centrales, actualizados con datos de hoy, serían los siguientes:

- Cada trabajador aportaba obligatoriamente el 13 por 100 de su salario a las AFP para garantizar su pensión futura. Este porcentaje podría aumentarse hasta un 10 por 100 más si se quería incrementar la prestación. Al mismo tiempo se realizaba una aportación complementaria del 3 por 100 para suscribir un seguro para cubrir imprevistos o siniestros y el coste de administración de la AFP. La suma de estas tres aportaciones todavía queda por debajo del 28,5 por 100 del salario que como media se aporta por los trabajadores a la Seguridad Social en la actualidad.
- En paralelo, los trabajadores tendrían la opción de aumentar, si lo consideran oportuno, su contribución a su fondo de capitalización. Al mismo tiempo también tendrían la libertad, si lo desean, de continuar trabajando al tiempo que cobran su pensión una vez hayan superado la edad que les da derecho a percibirla.
- Las AFP son empresas privadas cuya operativa está sometida a regulación estatal, a estrictos requisitos de control y supervisión ejercidas por un organismo público independiente.
- El Estado asume la obligación de complementar con recursos tributarios generales, la pensión de cualquier trabajador que no logre obtener un nivel que la sociedad defina como pensión mínima.

¹⁷ Una propuesta de reforma del sistema de pensiones en España, José Piñera, Círculo de Empresarios, 1996.

En suma, la mecánica de este modelo es elegante y sencilla. Cada trabajador contribuye con una parte de su salario a una cuenta a su nombre y de su propiedad depositada en una AFP, y ésta la invierte en una cartera diversificada cuyos rendimientos se acumulan durante el tiempo de cotización y comienza a percibirlos cuando se jubila. De este modo, las pensiones quedan blindadas de la discrecionalidad política y se convierten en un potente instrumento de ahorro individual a largo plazo. En este idílico panorama emerge dos interrogantes: ¿Cómo se transita del *reparto* a la *capitalización*? ¿Cuánto cuesta esa transición? Una fórmula razonable sería la siguiente:

- Los menores de 25 años y quienes se afilien por vez primera a la Seguridad Social se incorporarían de manera automática al sistema de capitalización y sus cotizaciones irían directamente a una AFP.
- Los trabajadores con edades comprendidas entre los 25 y los 45 años tendrían libertad bien de permanecer en el régimen de reparto bien de trasladarse al de capitalización. En este segundo supuesto recibirían un *bono de reconocimiento* por las contribuciones realizadas al modelo antiguo¹⁸.
- Los mayores de 45 años permanecerían en el sistema de reparto.

El régimen antiguo continuaría pagando las pensiones devengadas y las que se devenguen en el futuro producto de los cotizantes que permanezcan en él. Durante la fase de transición, la diferencia de las tasas de cotización entre ambos sistemas se transformaría en una *Tasa de Aporte a la Transición* cuyo objeto es contribuir a financiar los costes del sistema de reparto.

¹⁸ El bono habría supuesto una emisión de deuda del Estado para pagarlo a los trabajadores del 2,5 por 100 del PIB en aquellos momentos. Si se hace el cálculo para el momento actual supondría el 5,8 por 100 del PIB que se financiaría con un incremento de deuda pública.

Por tanto el sistema se financiaría mediante tres fuentes diferentes:

Primera, con las contribuciones sociales de los mayores de 45 años que obligatoriamente permanecen en el sistema de reparto, y por la de aquellos menores de 45 años que deciden no trasladarse al nuevo sistema.

Segunda, se establecería que el Estado captara el 50 por 100 de los recursos de los Fondos de Pensiones obligatorios a través de la emisión de bonos del estado a tipo de interés de mercado. Esta “deuda puente” podría empezar a amortizarse el día que disminuya el gasto fiscal futuro por pago de pensiones.

Tercera, del 28,5 por ciento del sueldo de los trabajadores que, como media, se dedica a pensiones¹⁹ en estos momentos, la mitad sería la tasa obligatoria de contribución de cada trabajador al nuevo sistema de capitalización y la otra mitad sería la tercera fuente de financiación de la transición con una “tasa de aporte transitoria” del 14,5 por 100.

Si se hubiese implementado este cambio hace 20 años ya no quedaría nadie en el sistema de reparto y la deuda intrínseca de éste se reduciría a las pensiones actuales. Las generaciones futuras no se enfrentarían al pago de la cobertura del retiro de los mayores y los fondos capitalizados por las AFP estarían suministrando a la economía española flujos de inversión productiva que hubiesen aminorado el impacto sobre la actividad productiva de la Gran Recesión y de la crisis bancaria. En el horizonte del corto, del medio y del largo plazo, el modelo de pensiones de *reparto* es un lastre para el crecimiento económico de España, un escollo insalvable para reconducir las finanzas públicas a la senda de la estabilidad y una espada de Damocles sobre los propios pensionistas. En este escenario, la creación de un esquema de cobertura del retiro de capitalización es la única salida.

¹⁹ Hay que tener en cuenta que en los últimos años se ha tenido que tirar del Fondo de Reserva pues las cotizaciones de los trabajadores no han sido suficientes para sufragar el gasto en pensiones. Por esto se ha hecho el supuesto de que los trabajadores “invierten” el 100 por 100 de su cotización para pagar las pensiones y que otras coberturas (incapacidad temporal, enfermedades profesionales, etc....) se sufragan con otros fondos del Estado. En el modelo propuesto esta parte se haría con un seguro.