

La productividad, la bolsa Y la vida

José Antonio Herce / Miguel Ángel Herce

La (buena) educación, de la que hablamos en nuestra anterior entrada, es uno de los pilares de una buena sociedad y se manifiesta en muchas de sus dimensiones. Una de estas dimensiones, que contiene tras su aséptico nombre muchas de las claves del bienestar material, es la productividad.

Digámoslo ya, y lo repetiremos al despedirnos; digámoslo como era costumbre hacerlo en los sermones de los predicadores ingleses y americanos de principios del siglo pasado (*Tell 'em what you're going to tell 'em; tell 'em; then, tell 'em what you told 'em*)[1]: la productividad es la base de buenos salarios, buenos beneficios, buenas recaudaciones impositivas, buenos sistemas educativos y de salud pública, buenas contribuciones a la seguridad social y buenas pensiones.

Aunque no hemos precisado todavía qué es «la productividad» ni qué entendemos por la bondad de las categorías de la contabilidad nacional e instituciones sociales a que nos referimos, no creemos andar muy descaminados si pensamos que nuestros lectores tendrán ya una idea adecuada de la importancia que la productividad tiene. Con esta entrada, confiamos en contribuir a una mejor comprensión de su importancia.

Tell 'em (añadiendo, de paso, algunas oportunas y saludables observaciones)

La productividad de una economía o un sector es la eficiencia en la producción de bienes y servicios en relación con los factores de producción empleados (trabajo, tierra, maquinaria, instalaciones, materias primas). Se mide, como es de esperar entre economistas, de varias maneras, dependiendo de si queremos enfatizar la contribución de uno o más factores.

La **productividad media** del trabajo es la producción por unidad de trabajo (generalmente, por hora de trabajo). De acuerdo con esta definición, decimos que la productividad media del trabajo aumenta durante un determinado periodo, por ejemplo, durante un año, cuando la producción aumenta a una tasa mayor que la tasa de aumento de la cantidad de trabajo utilizada. Con ser una medida útil, la productividad media del trabajo no nos dice del todo cuán eficiente es el trabajo, ya que durante este periodo la producción puede aumentar, no solo porque aumenta la cantidad de trabajo utilizada, sino además porque aumentan las cantidades de otros factores de la producción o porque la combinación del progreso tecnológico, mayor educación (capital humano) y mejoras en la organización de la producción hace a los factores de producción (generalmente capital y trabajo) más eficientes y productivos. Para remediar esta indeterminación, se utiliza la **productividad total de los factores (PTF)**, que mide el aumento de la producción debido exclusivamente a la combinación del progreso tecnológico, el aumento del capital humano y mejoras en la organización de la producción, y no incluye, por lo tanto, el aumento de la producción que se debe al aumento de la cantidad de trabajo y capital utilizados.

Comparaciones de productividad y de su tendencia entre países nos dan una idea de la eficiencia con que los factores productivos se emplean en dichos países. Y es en estas comparaciones, donde se aprecian carencias en la eficiencia de la economía española en relación con otras economías europeas.

Comparaciones recientes, realizadas por Antonia Díaz, catedrática de Análisis Económico en la Universidad Carlos III de Madrid, ponen de manifiesto que la PTF de la economía española entre 1995 y 2016 decreció más de un 5% (comparable al decrecimiento de la PTF para la economía italiana), mientras que la PTF en Alemania y Francia crecieron, durante ese mismo periodo, en torno al 20% y al 14%, respectivamente[2].

Medidas como la productividad total de los factores (o la productividad media del trabajo) no dan una idea completa de la calidad de vida en una economía, especialmente si se ignoran los costes medioambientales presentes y futuros de las tecnologías actualmente utilizadas; pero esta comparación, junto con otras que se han venido realizando anteriormente (referenciadas en el artículo de la profesora Díaz) son un toque de alerta que debiera ser escuchado por todas las instituciones, gubernamentales y privadas, empresariales y laborales, interesadas en la mejora de la productividad en nuestra economía[3].

Mas, con ser una condición necesaria para un mayor bienestar material, la productividad no es una condición suficiente y si no prestamos atención a dichas condiciones de suficiencia acabaríamos por hacer de la capa de la productividad un sayo.

La desigualdad económica que hoy existe por todas partes donde uno mire, ha venido aumentando durante décadas, incluso en momentos de rápidos avances de la productividad. No es casualidad que el agotamiento del modelo de bienestar social que surgió tras la segunda guerra mundial esté relacionado con el deterioro de la distribución de la renta a favor del capital, de los *CEOs* y *upper management*, y de las profesiones más privilegiadas, ni que ambos fenómenos estén relacionados con la disminución de la membrecía e influencia sindicales en los USA y en países europeos como el Reino Unido, Francia y España. Mark Blyth, economista político y brillante conferenciante y contertulio, lo explica muy bien[4].

Condiciones necesarias y suficientes, cuando se trata de la cohesión social, interactúan de forma complicada. Cuando la desigualdad se exagera más allá de límites tolerables, el conflicto social sobre la distribución de los frutos de la productividad de los factores, ya sea la distribución antes o después de transferencias sociales (servicios públicos, educación y sanidad públicas, y pensiones, todo ello financiado por impuestos y tasas), puede dañar la productividad de la economía bastante antes de degradar la convivencia nacional.

Existen, además, situaciones en que el inadecuado diseño y hasta gestión de instituciones de gran valor social, aparte de una deficiente capacidad de comunicación a los agentes sociales, contribuyen a minar la confianza en dichas instituciones. Tal es el caso del sistema español de pensiones, sobre el que son muchos los que creen que el

«problema de las pensiones» se resuelve con más productividad, pero se niegan a ver que con las fórmulas actuales (que siempre calculan las pensiones muy por encima del salario, a cotizaciones dadas), las pensiones seguirían siendo insostenibles. Son estos fallos de diseño que sería muy conveniente corregir de forma radical. (Creo que mi admirado gemelo nos deleitará más pronto que tarde con agudas observaciones al respecto; ¿no es así, hermano?)

Hay un aspecto final que queremos mencionar sobre la productividad y al que aludimos en el título de esta entrada: su relación con el mercado de valores, pues, a la postre, el fundamento último de los rendimientos bursátiles es el PIB y, a su vez, los mercados de valores anticipan, en mercados eficientes, el desarrollo futuro de empresas y sectores económicos[5]. En concreto, el rendimiento de las acciones parece desempeñar un papel como indicador de la productividad futura de ciertas empresas, sectores y hasta de la economía en su totalidad[6]. Y en este sentido hemos de destacar que la tendencia de la bolsa española es francamente decepcionante. Si echamos la vista atrás y calculamos la tasa de rendimiento de varios índices hasta el día de hoy, observamos la enorme diferencia en dichos rendimientos entre la bolsa española (IBEX 35), la europea (S&P EUR 350) y, sobre todo, la estadounidense (S&P 500). Las tasas de rendimiento nominal, para todo el periodo y anualizadas, de cada uno de estos índices en los últimos 10 años, son como se indica a continuación[7]:

IBEX 35: -31,84%, equivalente al -3,75% por año,

S&P EUR 350: 41,77%, equivalente al 3,54% por año,

S&P 500: 218,39%, equivalente al 12,24% por año.

Los últimos 10 años han sido de recuperación tras la debacle de la crisis financiera e inmobiliaria de 2008, ciertamente en Estados Unidos, donde el rendimiento anual del índice que agrupa a las 500 mayores empresas proporcionó una tasa anual de más del 12%. En Europa, la crisis financiera e inmobiliaria se prolongó con las crisis del Euro, pero las bolsas europeas consiguieron modestos rendimientos anuales de algo más del 3,5%. En España, lamentablemente, el IBEX 35 desencadenó pérdidas al ritmo de 3,75% por año, incluso cuando la actividad económica empezó a recuperarse en 2014.

Se nos dirá que ni Europa ni España tienen empresas del calibre de Amazon, Apple, Google, etc., a lo cual podemos responder de dos formas, una rápida y otra algo más elaborada. La respuesta rápida es que en la pregunta está la respuesta, de la misma forma que en ciertos pecados está su propia penitencia.

La respuesta más elaborada es que cuando eliminamos la influencia de Apple, Microsoft, Amazon, Facebook y Google, las cinco empresas con más ponderación en el índice, un total del 24% a finales de agosto pasado, la diferencia es muy pequeña. Por ejemplo, el rendimiento espectacular de estas empresas en los casi seis meses desde que se desplomaron las bolsas debido al confinamiento causado por la Covid-19, desde el pasado 23 de marzo hasta el 11 de septiembre, ha oscilado entre el 100,6% de Apple y el 43,8% de Google (¡en seis meses!)[8]. Por su parte, el S&P 500 ha obtenido, en el mismo periodo, un 49,3%, que se ve reducido al 42,6% cuando eliminamos la influencia de sus cinco empresas más importantes. Claramente, las otras 495 más grandes

empresas estadounidenses han obtenido rendimientos tan espectaculares como los de Google. En Europa, las grandes empresas también han obtenido considerables rendimientos. Pero vean las diferencias: El índice S&P EUR 350 obtuvo un 29,5% y el IBEX 35 un 11,4%.

Hay, desde luego, muchos otros determinantes tras el rendimiento de las acciones bursátiles, como se apuntaba anteriormente (ver nota nº 5), pero creemos que dicho rendimiento guarda cierta relación con la evolución de la productividad.

Tell them what you told 'em

En uno de sus excelentes libros de divulgación económica, Paul Krugman, premio Nobel de economía en 2008, afirma que «la productividad no lo es todo, pero a largo plazo es casi todo. La capacidad de un país para mejorar su nivel de vida a lo largo del tiempo depende casi en su totalidad en su capacidad de aumentar la producción por trabajador»[9].

En otras palabras, la productividad es la base de buenos salarios, buenos beneficios, buenas recaudaciones impositivas, buenos sistemas educativos y de salud pública, buenas contribuciones a la seguridad social y buenas pensiones. Siempre que no se haga de la capa de la productividad un sayo.

[\[1\]](#)

[\[2\]](#)

[\[3\]](#)

[\[4\]](#)

[\[5\]](#)

[\[6\]](#)

[7]

[8]

[9] “Productivity isn’t everything, but in the long run it is almost everything. A country’s ability to improve its standard of living over time depends almost entirely on its ability to raise its output per worker”. *The Age of Diminished Expectations*, MIT Press, Third Edition, 1997, capítulo 1, página 11.

[1] La traducción al español es: “Diles lo que vas a decirles; díselo; y luego, diles lo que les acabas de decir”. <https://quoteinvestigator.com/2017/08/15/tell-em/>.

[2] Antonia Díaz, “La productividad en España: Is Spain Different?”, Nada es Gratis, 3 de Abril, 2020. Accesible en: <https://nadaesgratis.es/antonia-diaz/la-productividad-en-espana-is-spain-different>. En este análisis, Antonia Díaz realiza un interesante estudio de la PTF en varios sectores (hostelería, construcción, finanzas y telecomunicaciones), llegando a la conclusión de que son la construcción, la hostelería y el sector financiero (tras 2008), las principales causas de la tendencia a la baja de la PTF para la economía española en su conjunto.

[3] Sobre las limitaciones de las medidas de productividad en lo que a la salud de una economía y a la calidad de vida se refiere, es de destacar la iniciativa iniciada en 2009 por Joseph Stiglitz, Amartya Sen (ambos galardonados con el premio Nobel de economía) y Jean-Paul Fitoussi, y continuada por Stiglitz, Fitoussi y Martine Durand, consistente en elaborar medidas de salud económica y calidad de vida más allá del concepto de producto interior bruto (PIB) que subyace a la productividad. Un resumen de los objetivos y medidas propuestas se contiene en Joseph E. Stiglitz, Jean-Paul Fitoussi, and Martine Durand, *Measuring What Counts*, OECD, The New Press, 2019.

[4] Mark Blyth, “Austerity: The History of a Dangerous Idea, Oxford University Press, 2013. Entre sus numerosas conferencias, esta es una particularmente informativa: <https://www.youtube.com/watch?v=KGuaoARJYU0>, a partir del minuto 4:00 y, en especial, la discusión en torno a la diapositiva en el minuto 14:00.

[5] En el corto y medio plazo los mercados de valores pueden ser espectacularmente ineficientes y muy perjudiciales. Ya en 1688, un interesante autor, Joseph de la Vega, de origen sefardí hispano-luso, describió por primera vez, en una obra titulada *Confusión de Confusiones*, el funcionamiento de un mercado bursátil moderno, el de Ámsterdam, incluyendo la creación y desplome de burbujas bursátiles. Mas recientemente, el ya clásico libro de Charles P. Kindleberger, “*Manias, Panics, and Crashes*, publicado por primera vez en 1978 y actualizado varias veces, es especialmente informativo. <https://www.amazon.com/Manias-Panics-Crashes-History-Financial/dp/1137525754>.

[6] Véase Diego Comin, Mark Gertler, Phuong Ngo y Ana Maria Santacreu, “Stock Price Fluctuations and Productivity Growth”, March 2011, y referencias contenidas en él. Accesible en: <https://events.barcelonagse.eu/live/files/1432-cgps316161pdf>.

[7] Los datos del IBEX 35 y S@@@P 500 utilizados en este análisis fueron descargados de Yahoo Finance. Los datos del S@@@P EUR 350 fueron descargados de <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-europe-350/#overview>. El índice S@@@P EUR 350

agrupa a 350 empresas europeas de mayor capitalización en 16 países y es comparable, por tanto, al S&P 500, que incluye las 500 empresas estadounidenses de mayor capitalización. En todos los casos, los índices utilizados reflejan solamente el cambio de los precios de las acciones (es decir, ganancias o pérdidas de capital), sin incluir el impacto de los dividendos que viene a representar entre un 2% y un 2,5% por año. Las tasas de rendimiento que calculamos son nominales, sin ajustar por la evolución de los correspondientes niveles de precios.

[8] Los rendimientos de Microsoft, Amazon, y Facebook durante el mismo periodo son 50,8%, 63,8% y 80,0%, respectivamente.

[9] "Productivity isn't everything, but in the long run it is almost everything. A country's ability to improve its standard of living over time depends almost entirely on its ability to raise its output per worker". *The Age of Diminished Expectations*, MIT Press, Third Edition, 1997, capítulo 1, página 11.