



1987
2017

España.
Transformaciones
económicas,
financieras
y sociales

Analistas
Financieros
Internacionales
30 años



Afi

Analistas Financieros Internacionales
es autor de este libro.

Publica y edita
Afi, Ediciones Empresa Global.

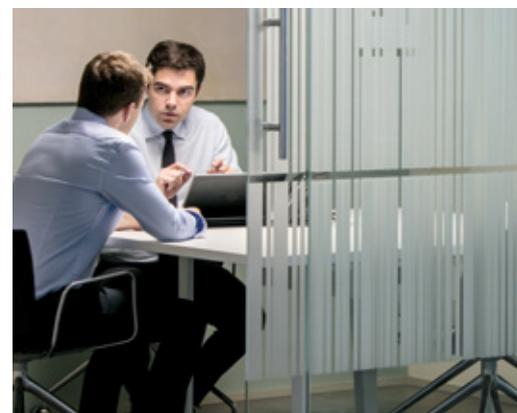
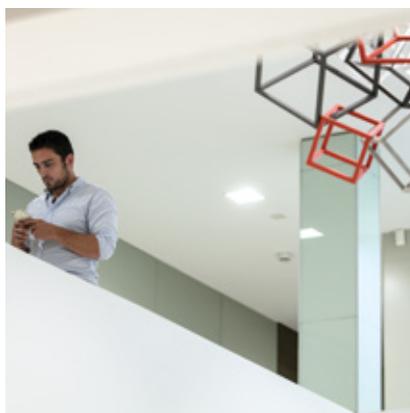


España 1987-2017.
Transformaciones económicas,
financieras y sociales

1

2

3



Prólogo

Testigos de excepción
Emilio Ontiveros
pág. 6

El entorno global

Toda una época
de transformaciones
economicas y financieras
Emilio Ontiveros
pág. 14

Transformación financiera
e institucional de Europa
Francisco J. Valero
pág. 26

La transformación de la economía española

Crecimiento y convergencia
de la economía en España
Daniel Fuentes
Víctor Echevarría
pág. 46

Evolución regional
en España
César Cantalapiedra
Ricardo Pedraz
pág. 58

Finanzas Públicas:
modernización y desafíos
José Manuel Amor
César Cantalapiedra
Carmen López
pág. 78

Empresa española:
logros y retos
Irene Peña
Arturo Rojas
pág. 98

La transformación financiera

Entidades de crédito:
del inmovilismo al vértigo
Ángel Berges
Itziar Sola
pág. 110

La industria
del seguro española
Daniel Manzano
Iratxe Galdeano
pág. 122

Mercado de capitales español:
desarrollo y convergencia
Irene Peña
José Manuel Amor
pág. 132

4



Inversión colectiva y fondos de pensiones: convergencia al modelo anglosajón
David Cano
Carlos Magán

pág. 142

La transformación en los medios de pago: del efectivo al *bitcoin*
Verónica López Sabater

pág. 158

5



La transformación de la sociedad

Población, estructura etaria y poblamiento
José Antonio Herce

pág. 172

La distribución de la renta en España: consecuencias y factores determinantes
María Romero
Noelia Fernández
Elena Montesinos

pág. 188

Transformación digital y tecnológica
Ana Domínguez
Pablo Hernández

pág. 200

6



Afi 1987-2017

Afi, una biografía
Óscar Ibáñez

pág. 212

Afi visto por ex-Afis: recuerdos y experiencias de quienes ahora *nos ven desde fuera*

pág. 234



Cronología

Cronología económico-financiera 1987-2017

Alfonso Pelayo
Fernando Rojas

pág. 266

Testigos de excepción



1987-2017

Este libro es una celebración y un testimonio. Los treinta años que transcurren a partir de finales de 1987 definen la edad de Analistas Financieros Internacionales (Afi), pero también el período de transformaciones más intensas en la economía global y en la española. Ha sido un privilegio haber podido observar, ejercer nuestra profesión, desde una plataforma como la que conformó esta empresa cuando asumió como misión principal la de interpretar lo que ocurría en esos entornos e incorporar su resultado en nuestros trabajos de asesoramiento, consultoría y formación, con especial atención a los operadores en nuestro sistema financiero.

De esa observación hemos tratado de dejar constancia en las páginas que siguen, comprensivas de los aspectos más destacados que han definido la evolución económica y financiera en las tres últimas décadas. Una pretensión ciertamente ambiciosa. En primer lugar por la complejidad del período, tanto en la esfera internacional como en la directamente española. En segundo, porque el empeño lo hemos llevado a cabo con los propios profesionales de Afi, distantes del equipamiento analítico propio de los historiadores de la economía y de las finanzas. Pero sobre ambas aparentes limitaciones se ha impuesto la



pretensión de que sea una visión propia, aunque sujeta al rigor que un análisis de esta naturaleza ha de satisfacer.

Ha sido esa condición privilegiada de testigos de excepción del período objeto de descripción, la que hemos tratado de poner en valor en los distintos capítulos de la obra. Y la razón fundamental no es otra que la de habernos encontrado determinados en gran medida por las muy trascendentales alteraciones que ese entorno ha ido deparando en estos años. Hemos sido siempre conscientes de que estábamos viviendo momentos de significación muy especial en la conformación de nuestro objeto de trabajo, la economía y las finanzas. Conscientes, en definitiva, de la complicidad de esa realidad cambiante en el éxito de nuestro proyecto. Siempre he reconocido que una de las condiciones necesarias, aunque en modo alguno la única, para que prospere un proyecto empresarial es contar con un grado suficiente de complicidad del entorno: *la tendencia es tu amiga* suelen afirmar los inversores, y en nuestro caso ha sido un hecho que creo hemos sabido aprovechar, adaptándonos a las muy cambiantes definiciones de la demanda, incluida una intensidad técnica y tecnológica que hemos incorporado en todo momento mediante la preservación de la curiosidad como un

valor de la empresa, pero también a través de la incorporación del mejor capital humano.

En realidad, no es la primera vez que celebramos un aniversario con una crónica analítica del período correspondiente. Son varios los libros que dejan constancia de esa pretensión por analizar lo ocurrido, de sistematizar la experiencia vivida. En cierta medida este ejercicio a modo de crónica encuentra fundamentos en las frecuentes comparecencias en medios de comunicación de nuestros profesionales desde el inicio de la andadura de nuestra empresa.

Cuando Afi nació, a final de 1987, la economía española aceleraba su adaptación a las exigencias de integración supranacional determinadas por la reciente adhesión a las intuiciones europeas. Las empresas, las entidades financieras, las instituciones públicas trataban de satisfacer esas nuevas condiciones de homologación, no solo formal, a un entorno más abierto y competitivo. La adaptación, en efecto, no solo fue normativa, sino también de comportamientos, de estrategias de todos los agentes económicos relevantes. La relevancia de estos últimos es tanto mayor cuanto más intensas eran las transformaciones en la propia realidad económica y financiera internacional,



mas allá de lo ya suficientemente significativo que estaba ocurriendo en Europa. La dinámica de integración trascendía al espacio inmediato, la globalización alcanzaba su mayor extensión e intensidad de la mano de un progresivo proceso de liberalización y desregulación.

En ese contexto tuvo lugar la canalización de las actividades que estábamos llevando a cabo quienes echamos a andar el proyecto de esta empresa. Provenientes de la actividad académica, de nuestros trabajos en la UAM, intuimos que aquella realidad de mediados de los ochenta ofrecía algo más que un banco de pruebas para lo que estábamos estudiando y enseñando: la oportunidad de participar más activamente en esa dinámica de transformación, ya fuera como actores muy secundarios. Especialmente asociada a la modificación del escenario en el que el sistema financiero estaba operando: a su obligada modernización y adaptación operativa a las nuevas exigencias del entorno internacional.

Ese fue el empujón. Y quien lo dio fue una sociedad mediadora en el mercado monetario español, Gesmosa, al ofrecernos la posibilidad de trabajar con ellos en ese empeño adaptativo de sus socios, una veintena de cajas de ahorros. Sus principales

Testigos de excepción

responsables, Luis Mira y Javier Soriano han de ser recordados como generosos detonadores de la creación de lo que sería Afi. Confiaron en que podríamos ser útiles en ese necesario proceso de adaptación de algunas de las entidades financieras y de la capacitación de sus profesionales a la necesaria extensión internacional de sus actividades, en la introducción del *negocio de extranjero* y de las actividades consecuentes con la ampliación del marco competitivo que se conformaba en el sistema financiero español. Las cajas de ahorros en su conjunto consiguieron avanzar en su modernización y en un crecimiento que en algunos casos fue excesivo, e insostenible cuando la crisis financiera internacional se desencadenó con toda su intensidad. El reconocimiento a aquellas cajas de ahorros hemos de hacerlo no solo por confiar en nosotros, sino por tolerar la ampliación de nuestra oferta a otros sectores y a otros operadores en el sistema financiero, bancos, compañías de seguros y gestores en los mercados de valores. También por entender la necesidad de que Afi terminara configurándose como una sociedad de socios en la que los profesionales, hasta los 25 actuales, fueran los únicos propietarios de la compañía. Ese tipo de organización ha permitido

un gobierno de la empresa adecuado a la generación de valor, a la definición de atractivos suficientes para los más de 130 profesionales que hoy la integran.

Como no podía ser menos, este libro da cuenta de lo que ha ocurrido en el sistema financiero español en estos treinta años, pero también en el conjunto de la economía española y en el de su entorno relevante. Tras la revisión de la economía internacional en estos años, el resto de la obra se centra en la economía española y en su sistema financiero. Sus autores son conocedores de los ámbitos que abordan, donde ejercen diariamente su profesión. La utilidad de este modesto ejercicio de revisión histórica la hemos encontrado en primer lugar nosotros mismos, pero también confiamos en que la capten nuestros alumnos de la Escuela Afi y aquellos clientes con la curiosidad suficiente para contrastar episodios singulares con sus propias vivencias. Ojalá hayamos satisfecho algunas de esas pretensiones.

Emilio Ontiveros
Fundador y Presidente de Afi

El entorno global



1

El entorno global

2

Emilio Ontiveros

3



4

5

6

Los avances en el proceso de integración económica global, la discontinuidad tecnológica determinada por la creciente digitalización y la grave inestabilidad financiera de los últimos años que ha obligado a explorar nuevas vías de instrumentación de las políticas públicas y a redefinir los marcos de cooperación internacional, así como los esquemas regulatorios y de supervisión, son los focos de análisis que se abordan en esta sección.



Toda una época
de transformaciones
económicas
y financieras

Emilio Ontiveros



Las tres décadas que concluyen en 2017 constituyen uno de los períodos de más intensa transformación de la economía mundial. La homologación de los sistemas económicos y de las políticas económicas, desencadena una dinámica de cambio, de alteraciones en el poder relativo de las economías sin precedentes. Pero también es una época de inestabilidad financiera que concluye con esa gran crisis de 2007 cuyas secuelas siguen condicionando el comportamiento de los agentes económicos y financieros en todo el mundo. El análisis de esa dinámica transformadora en estos treinta años es el objetivo de este capítulo. Gira en torno a tres ámbitos relevantes, los avances en el proceso de integración económica global, la discontinuidad tecnológica determinada por la creciente digitalización y la recurrente inestabilidad financiera, en el seno de la cual se han definido algunos proyectos de integración europea, la Unión Económica y Monetaria (UEM), de forma destacada. La conclusión de esas tres décadas deja abiertos interrogantes significativos sobre la continuidad de la propia dinámica de integración económica y financiera internacional dominante hasta la emergencia de la crisis de 2007.

No son treinta años cualquiera. Las tres décadas de que se ocupan los trabajos de esta obra han presenciado transformaciones en la economía mundial de gran calado. Toda una época, esos años que transcurren a partir de finales de 1987, desde aquel *crash* bursátil de octubre, hasta el final de la Gran Crisis desencadenada en el verano de 2007.

Desde el optimismo suscitado por la Gran Moderación a la Gran Recesión generada por la crisis financiera más compleja de la historia. Todavía hoy tratamos de diferenciar lo que son secuelas de esa convulsión de lo que son nuevas tendencias arraigadas en la dinámica económica y financiera global.

Es un período marcado por la aceleración de la apertura comercial y financiera, pero también por la política, por la extensión del multilateralismo y la incorporación al mismo de economías consideradas en transición desde los sistemas de planificación central al mercado. Ha sido una etapa en la que las transformaciones tecnológicas, en particular las protagonizadas por las tecnologías de la información y de las comunicaciones (TIC) también han contribuido a redefinir aspectos esenciales de la organización económica y social. Son aspectos todos ellos con la carga transformadora suficiente, provocadores de la suficiente discontinuidad, como para hablar de una nueva fase en la dinámica de globalización e integración en la economía mundial. Entre otras consecuencias de la misma, la ya visible es la alteración en la distribución del poder económico y financiero determinado por la aceleración de las hasta entonces consideradas economías menos avanzadas, emergentes o en vías de desarrollo. Es lo que algunos autores, Richard Baldwin de forma destacada, ha denominado la Gran Convergencia, el declive de la importancia relativa de las economías avanzadas, no solo en su contribución al Producto Interior Bruto (PIB) o en el comercio global, sino igualmente en su peso político. La multipolaridad se presenta como un rasgo más de esta nueva época.

Es también el período de mayor intensidad en la dinámica de perfeccionamiento de la integración europea –con la creación de la Unión Monetaria y de la Unión Bancaria– pero también el que ha registrado las mayores amenazas a su supervivencia. El abandono de Reino Unido, el Brexit, y el impacto en la región de la crisis de 2007, son los más destacados.

Al término de estas tres décadas emergen señales de ralentización en la expansión de los volúmenes de comercio y en los flujos de capital que abren interrogantes acerca de la continuidad de esa dinámica de integración global que ha estado vigente durante casi todo el período. A ello contribuyen, además de la introspección generada por la crisis, decisiones políticas en el seno de las grandes economías como las enunciadas por la nueva administración estadounidense o la adoptada por Reino Unido de abandonar la Unión Europea.

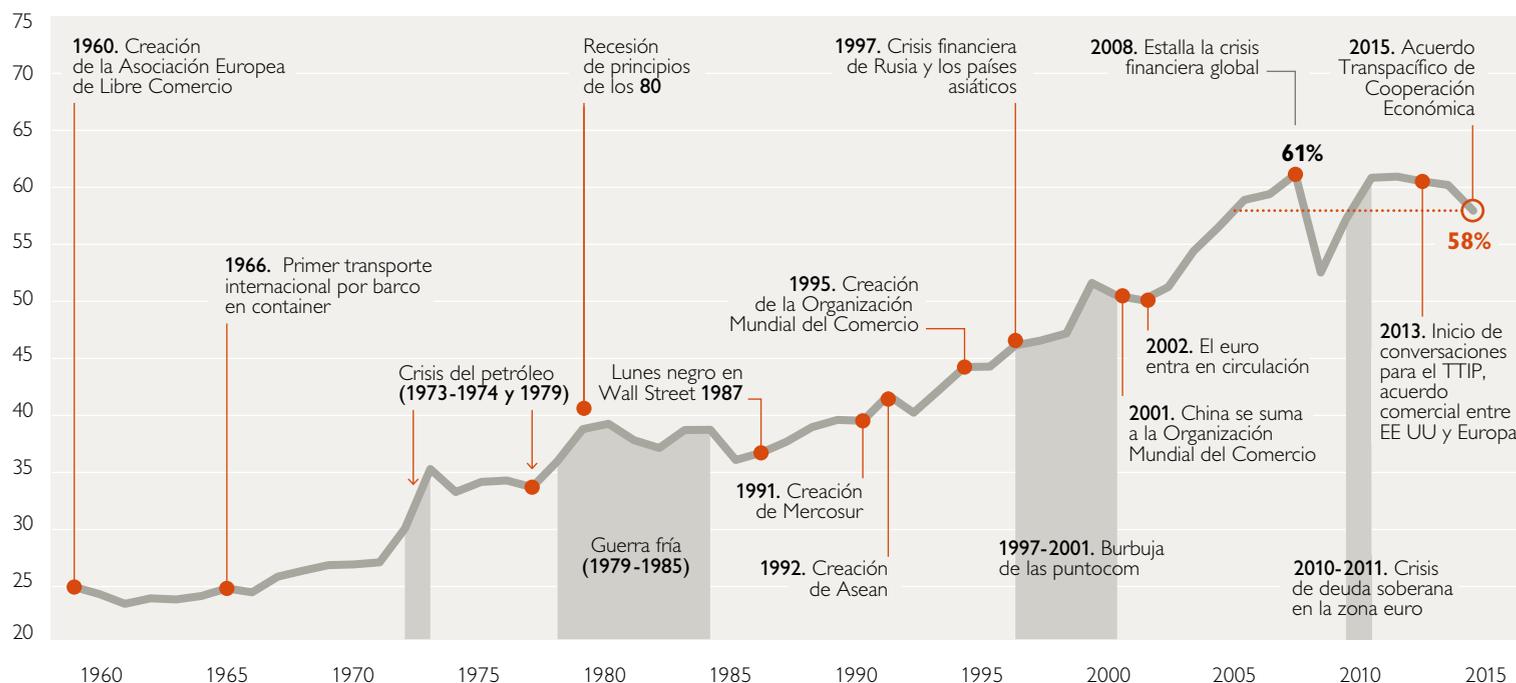
El análisis de esa dinámica transformadora en estos treinta años es el objetivo de este capítulo. Gira en torno a tres ámbitos relevantes, los avances en el proceso de integración económica global, la discontinuidad tecnológica determinada por la creciente digitalización y la recurrente inestabilidad financiera, en el seno de la cual se han definido algunos proyectos de integración europea, la UEM, de forma destacada.

Integración y homologación de políticas económicas

No pocos historiadores convienen en situar la caída del muro de Berlín, en 1989, como el inicio de una nueva fase en la escena política y económica global. A la desaparición de las demarcaciones entre los dos sistemas políticos y de organización económica hasta entonces existentes le suceden una serie de transformaciones de alcance en diversos ámbitos. Uno de los más explícitos es la aceleración de procesos de liberalización y desregulación económica y financiera, de privatizaciones y de intensificación de los flujos de inversión directa en el extranjero. El mercado deja de ser cuestionado como principal mecanismo de asignación y extiende su capacidad a la práctica totalidad de las economías del mundo.

La homologación de las políticas económicas también se extiende globalmente. Desde la ruptura definitiva del régimen monetario internacional de Bretton Woods en 1973, la flotación de los tipos de cambio concedió a las políticas de demanda un mayor papel. La política monetaria en particular deja de estar subordinada al mantenimiento de tipos de cambio fijos entre las monedas. En los ochenta se extiende la liberalización de los movimientos internacionales de capital en el seno de las economías de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), y mucho más gradualmente las de algunas economías menos avanzadas, en el convencimiento de las ventajas en términos de crecimiento económico que la inserción en la dinámica de globalización financiera traería consigo. En realidad, la movilidad internacional de los capitales en todas sus modalidades, financiación bancaria, inversión de cartera e inversiones extranjeras directas –han crecido a un ritmo superior al igualmente apreciable de los movimientos de mercancías. Han llegado a conformar una amplia plataforma de distribución internacional de liquidez, en principio facilitadora de asignación de ahorro desde hoy economías con excedentes en sus balanzas de pagos. No necesariamente las economías avanzadas, ya que en realidad esta nueva época también ha exhibido importantes *desequilibrios globales* y paradojas, como la constituida por el hecho de que algunos países emergentes se constituyeran en financiadores de economías avanzadas. A esa dinámica de globalización creciente le acompaña la

Gráfico 1: El peso del comercio en la economía mundial



Unidad: comercio mundial en porcentaje sobre el PIB

Fuente: Credit Suisse

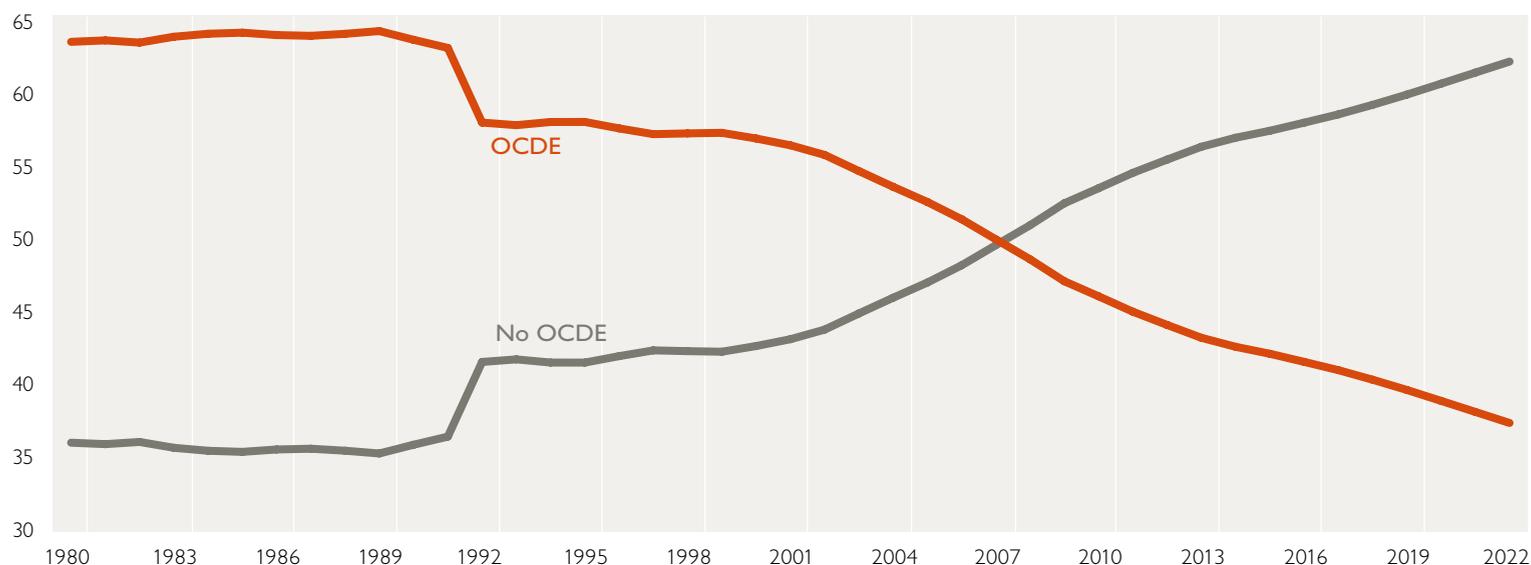
extensión del consenso en la orientación de las políticas macroeconómicas hacia la estabilidad de los precios y el equilibrio de las finanzas públicas. De forma generalizada, las políticas monetarias adoptan como objetivo fundamental el control de la inflación, y para ello la autonomía de los bancos centrales es la premisa fundamental. Se asume que su independencia de los gobiernos contribuirá a garantizar la ausencia de mecanismos de financiación privilegiada por las administraciones públicas. Esas políticas también han sido gradualmente asumidas, aunque de forma desigual, por aquellas economías que a partir de los noventa iniciaron su transición desde sistemas de planificación central. El caso de China merece mención diferenciada, como se comenta más adelante, pero su protagonismo, junto a la inserción en el comercio global de otras economías en transición, constituye un rasgo característico de esa segunda fase de la globalización que se inicia a finales de los ochenta.

En esa misma dirección de apertura se enmarca la pretensión de liberalización del comercio internacional a la que contribuye la creación de la Organización Mundial de Comercio (OMC) en 1994. Desde entonces la apertura comercial se ha ido ampliando en un número creciente de países y aumentando los volúmenes de comercio internacional, significativamente por encima de lo que lo ha hecho el PIB global, hasta la emergencia de la crisis de 2007.

Para el análisis de esa creciente interdependencia, quizás más relevante que la expansión de los flujos de comercio de bienes y servicios es la conformación de cadenas de valor globales (GVC por sus iniciales en inglés) en las que distintas fases de la producción se llevan a cabo en diversos países. Se presentan crecientemente integradas y canalizadoras de nuevas vías de especialización, de división de los procesos de producción a través de las fronteras nacionales, antes de que las empresas los vendan, también en diversos países. Estas formas de producción e intercambio son ahora mucho más relevantes que los flujos comerciales. La fragmentación de los procesos de producción es representativa de una menor reversibilidad de la dinámica de globalización comercial, de menor virtualidad de las veleidades proteccionistas de algunos gobiernos. También de la dificultad para atribuir a un país determinado el origen de la producción y, por tanto, la concreción de esa retórica proteccionista emergente tras la crisis.

La diferenciación entre flujos de bienes y de servicios ha quedado igualmente cuestionada por esa red integradora de procesos de producción característica de esa nueva fase en la dinámica de globalización. Como se destaca en el “*Global Value Chain Development Report 2017*”, sectores clasificados como manufactureros por razón del producto final pueden incorporar, dependiendo del sector, una parte significativa de su

Gráfico 2. Porcentaje del PIB de las economías desarrolladas (OCDE) frente a las economías emergentes y en desarrollo (no OCDE)



Unidad: % PIB global

Fuente: OCDE

valor en servicios. Hasta conformar esa red compleja en constante evolución, como la ha caracterizado Michael Spence en la introducción al trabajo citado.

En ese avance en la ampliación del espacio comercial el papel de las economías menos avanzadas, las genéricamente consideradas *emergentes*, desempeñan un papel cada vez más activo. Su apertura, la consecuente integración en esas cadenas de valor de empresas multinacionales, y la absorción de las nuevas tecnologías, fundamentan ritmos de crecimiento económico sin precedentes en muchas de ellas.

Con el 80% de la población mundial, la contribución al crecimiento de la economía global del conjunto de las economías consideradas no avanzadas asciende año tras año hasta suponer en 2017 dos terceras partes del PIB global. No solo la participación de las economías avanzadas en la producción de manufacturas ha sido declinante: la participación del Grupo de los Siete (G7) en el PIB global ha retrocedido a la que tenía a principio del siglo XIX. Ese grupo ha quedado desplazado por el G20, de protagonismo creciente en las relaciones internacionales a partir de la emergencia de la crisis de 2007. En el gráfico 2 se refleja ese peso específico declinante de las economías avanzadas en la contribución al PIB mundial, incluyendo la previsión de la OCDE a 2030.

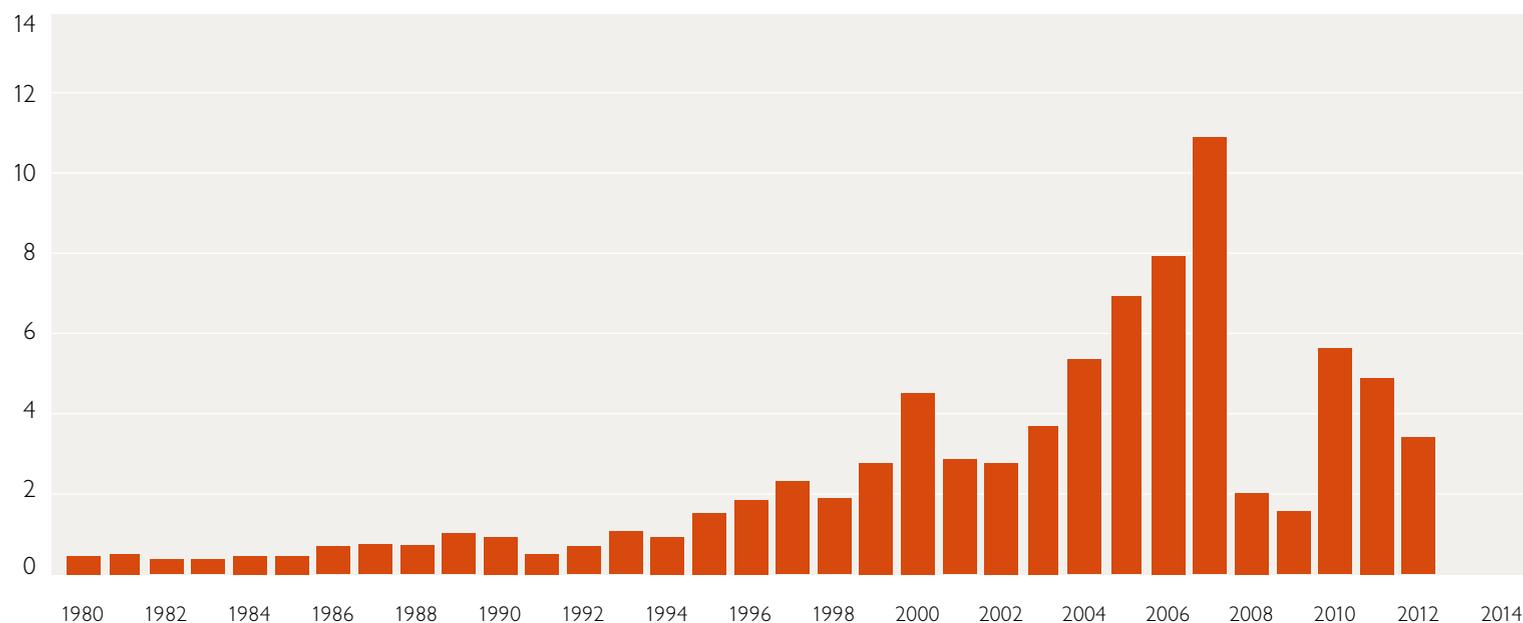
Esa pujanza de las economías emergentes ha sido aprovechada por las economías avanzadas, cuyas exportaciones han crecido a tasas superiores al 10% en estos treinta años. Pero,

paralelamente, hemos presenciado el ascenso de empresas multinacionales provenientes de esos países con una creciente pujanza global, como se detalla en Guillén y Ontiveros (2016). Uno de los resultados de esa creciente integración global de las economías menos avanzadas es la reducción de la pobreza, el aumento de la convergencia real con las economías avanzadas, la emergencia de las clases medias, a pesar de las dificultades para reducir la desigualdad en el seno de esas sociedades, al igual que en las economías avanzadas.

La consecuencia de todo ello es la erosión de las hegemonías simples, la conformación de un mundo cada día más multipolar y el desplazamiento del centro de gravedad de la economía mundial del Atlántico al Pacífico. En el desvío de la una parte creciente de la producción industrial hacia Asia, en su impacto sobre la dinámica demográfica global, Charles Goodhart y Manoj Pradhan (2017) sitúan el inicio de la cadena de episodios constituida por la moderación de los salarios, la reducción del poder de negociación de los sindicatos y el aumento de la desigualdad en el seno de los países, al tiempo que se reducía la existente entre ellos. Las correspondientes presiones deflacionistas facilitaron los descensos de tipos de interés y la elevación del endeudamiento cuyas consecuencias se manifestaron con la emergencia de la crisis de 2007.

En ese contexto destaca el papel de China, el desafío a los precedentes históricos en términos no solo de intensidad del crecimiento sino de duración del mismo. Varias décadas creciendo a

Gráfico 3. Flujos de capital transfronterizos



Unidad: % PIB global. Billones USD (tipos de cambio constantes a 2012)

Fuente: McKinsey Global Institute

ritmos medios superiores al 10%, con un igualmente creciente grado de apertura, de ejercicio de una presión competitiva sobre las economías avanzadas, hasta convertirse en la segunda economía mayor del mundo y la principal contribuidora a la expansión global. Su participación en el comercio global no ha dejado de aumentar en estas tres décadas, desde apenas el 2% en el volumen total de exportaciones e importaciones hasta el 15% actual.

Con la emergencia de la crisis de 2007 no solo se reduce de forma significativa el crecimiento económico global, sino que también lo hace la dinámica de globalización. Los flujos de comercio y de capitales, como se aprecia en los gráficos 1 y 3, se contraen de forma significativa. Para unos es el fin de la globalización, pero para otros se trata simplemente de una inflexión, la asimilación de los devastadores efectos de esa crisis. El volumen de comercio crece por debajo de lo que lo hace el PIB global, al tiempo que los flujos internacionales de capital caen a niveles muy por debajo de los registrados en los años previos a 2007. También las consecuencias de la crisis se perciben en la reintroducción de controles de capital en algunos países, fundamentalmente emergentes. La particularización de ese retroceso en los flujos de capital transfronterizos, en particular en los destinados a la financiación bancaria es abordada en Berges y Ontiveros (2017).

Otra de las consecuencias de la crisis es la extensión del sentimiento antiglobalización en distintos países, el protagonismo

de opciones políticas contrarias a la dinámica dominante en esas dos décadas previas. El impacto en términos de desempleo y desigualdad en la distribución de la renta y de la riqueza genera tensiones sociales que acaban siendo canalizadas por formaciones políticas, no solo contrarias a la apertura comercial y financiera sino al propio sistema económico. El alcance de esa desafección de las instituciones económicas, el respaldo a opciones proteccionistas y contrarias a la integración económica es una de las incógnitas que dejan estas tres décadas.

Discontinuidad tecnológica

En la extensión de la dinámica de globalización antes comentada, las nuevas tecnologías, su disposición por un número creciente de países, cobra un papel esencial. En efecto, con la década de los noventa se inicia una discontinuidad tecnológica de alcance, no solo en términos económicos, sino también sociales. La constituida por las Tecnologías de la Información y de la Comunicación justifica la acuñación de *nueva globalización* para la nueva dinámica abierta: a diferencia de las anteriores disrupciones ésta iba a disponer de un impacto significativo en el comercio, en la localización de la producción, en la utilización de los datos, en la movilidad de las ideas, del conocimiento, todo ello con una extensión internacional.

Para algunos analistas se trataría de una *nueva revolución industrial*, pero lo que ha sido un hecho es la extensión de las

aplicaciones de esas tecnologías a todos los ámbitos de la actividad empresarial. Su impacto en términos de eficiencia es obvio. La combinación de la creciente capacidad de computación con costes decrecientes avalando las presunciones asociadas a la Ley de Moore, unido a la extensión de la conectividad, ha facilitado ese impulso a la dinámica de integración global. El *internet de las cosas* ha dado paso al *internet de todo*, incluido el conocimiento, y facilitando la descentralización de los procesos de producción, comentada en el epígrafe anterior.

En estas tres décadas, la conectividad ha seguido ampliándose exponencialmente. Miles de millones de usuarios conectados, también internacionalmente, operando comercialmente, posibilitando la creación de *micromultinacionales*, y extendiendo los flujos de datos transfronterizos a un ritmo de crecimiento que multiplican por cincuenta los de la última década. Las aplicaciones crecientes de la inteligencia artificial, la extensión de las plataformas ampliando la creación de mercados y el aumento de la descentralización y de la desintermediación están conformando en estos últimos años nuevas posibilidades económicas, apenas concebidas cuando esas tecnologías se asentaban fundamentalmente en la información. De estas tendencias recientes, expresivas de la segunda fase de la revolución digital, da buena y detallada cuenta el último libro de Andrew McAfee y Erik Brynjolfsson (2017).

Como en otras épocas de discontinuidad tecnológica, el progreso asociado a la extensión de la digitalización no está exento de inquietudes. No solo la desconfianza derivada de limitaciones a libertades individuales consecuentes con el control, cada día más explícito, de la red de redes, sino con el impacto de esos avances digitales y de la robotización sobre el empleo. Si hasta hace pocos años el desplazamiento de puestos de trabajo quedaba suficientemente paliado por la emergencia de nuevos, ahora esa sustitución se presenta menos evidente. La obsolescencia de no pocas funciones y tareas empresariales es un hecho a medida que la robótica y la inteligencia artificial extienden su ámbito de aplicación en actividades cada día más complejas.

La digitalización, el aprendizaje de las máquinas y los avances asociados a las ciencias de la vida seguirán expandiéndose, redefiniendo fronteras y posibilidades empresariales, incluida una mayor intensidad competitiva en no pocos sectores, pero también las ventajas para los consumidores. Que esa dinámica no aporte un saldo destructivo de empleos, que contribuya, en definitiva, a la mejora de las condiciones de vida de la mayoría de la población, dependerá necesariamente de la regulación, de la intervención de las instituciones y de la existencia de mecanismos compensadores de la destrucción. De ese equilibrio, en definitiva, que sugiere Paul de Grauwe (2017), entre el libre

mercado y la intervención pública. Del balance entre la necesaria creatividad y la responsabilidad de las instituciones en el amparo a los perdedores.

Nacimiento de la UEM y la inestabilidad financiera

Estos treinta años coinciden también con esa época de estabilidad conocida como la *Gran Moderación*; de estabilidad macroeconómica y, más concretamente, de reducción de la volatilidad en la tasa de inflación de las economías avanzadas. Ello facilitó la instrumentación de políticas monetarias relativamente expansivas, además de la ya señalada desregulación financiera que amparó una reducida aversión al riesgo y bajos tipos de interés. Es, por tanto, una etapa de crecimiento económico, pero también de inestabilidad financiera. Las cotas que demarcan estos treinta años bien podrían ser el crash bursátil del 19 de octubre de 1987 y el desencadenamiento de la crisis financiera originada por las hipotecas de alto riesgo en EEUU, veinte años más tarde. Durante aquel lunes negro, primero en Hong Kong y luego en los sucesivos husos horarios prolongándose hasta el correspondiente martes, tuvo lugar uno de los mayores desplomes de cotizaciones bursátiles desde el que originó la Gran Depresión. El Dow Jones perdió 508 puntos, un 23%, una perfecta rememoración de los lunes y martes negros, de octubre de 1929.

Esa convulsión bursátil no impidió que la dinámica de integración financiera siguiera avanzando de la mano de la expansión de los movimientos de capital transfronterizos, de un protagonismo creciente de la actividad financiera frente a la real, como el aumento del volumen transaccional de los mercados financieros ponen de manifiesto. La aceleración es explícita a partir de 1989, desde luego en los mercados de acciones, pero también en los de bonos y derivados, de la mano de una creciente innovación, de contribuciones académicas importantes, de sofisticación tecnológica amparada en los avances en las TIC antes comentados. Ese maridaje, además de reducir costes transaccionales en las operaciones financieras, contribuyó a la integración internacional de los distintos mercados financieros, y a definir una mayor interdependencia y sensibilidad a episodios transfronterizos. Esa creciente *Financiarización* de las economías no ha estado exenta de controversia, alentando propuestas de reducción del tamaño de los sistemas financieros en las economías más avanzadas.

En ese contexto, la Unión Europea trató de fortalecer su dinámica de integración a través de diversos proyectos, el del mercado interior y la creación de un esquema de disciplina cambiaria, el Sistema Monetario Europeo (SME). Los fundamentos de este, la denominada *serpiente monetaria*

europaea, constituyó inicialmente la respuesta al abandono, en 1971, del régimen nacido en 1944 en Bretton Woods (Véase Ontiveros, 1997). Se creaba un sistema de flotación conjunta con el fin de reducir el riesgo de cambio, que facilitara los cada día más importantes intercambios intracomunitarios y desligarse del dólar estadounidense, ya en libre flotación. Para los más europeístas, podría ser el fundamento en el que asentar la construcción del más ambicioso proyecto de creación de una unión monetaria, fortalecedor del mercado interior amparado en el Acta Única de 1986 que daría lugar al Mercado Único en 1992. Un año antes, el Tratado de Maastricht, definiría la senda de convergencia nominal necesaria para culminar en la Unión Monetaria. La ratificación de ese tratado acabaría siendo una fuente de perturbaciones en los mercados financieros, los de divisas, en especial.

La estabilidad de ese acuerdo de flotación conjunta fue precaria. Casi desde el primer momento la apreciación de la moneda, que de hecho actuaba como ancla, el marco alemán, provocó reajustes en los tipos de cambio centrales, a pesar del uso intensivo de los tipos de interés como vías de estabilización de los tipos de cambio, a partir de finales de los ochenta. La reunificación de Alemania, la incorporación de monedas tradicionalmente menos estables, como la propia peseta o la libra esterlina, y la asunción del horizonte de unificación monetaria, fueron factores generadores de inestabilidad adicional, de ataques especulativos contra las monedas más vulnerables. Las expectativas de resultados poco favorables para la ratificación de los referéndums convocados en Dinamarca y Francia para ratificar el Tratado de Maastricht, terminaron por generar en septiembre de 1992 la mayor crisis del SME: devaluaciones diversas y autoexclusión de la disciplina del mecanismo de cambios e intervención de la lira italiana y de la libra esterlina. La ampliación de las bandas de fluctuación conjunta de los tipos de cambio, hasta el 15%, en agosto de 1993, era un reconocimiento de hecho de la escasa virtualidad de ese acuerdo cambiario.

La estabilidad financiera global también se vería alterada en el verano de 1997 por la crisis del sureste asiático, escenificando la estrecha interdependencia alcanzada en las finanzas internacionales tras una década de liberalización progresiva de los movimientos internacionales de capital. La devaluación del bath tailandés en julio arrastró a la totalidad de las economías de la región, recordando una vez más que la época abierta tras la generalizada liberalización financiera sería también una era de inestabilidad. Al desplome del bath le siguieron las restantes monedas de la región (Filipinas, Malasia, Indonesia, Corea, fundamentalmente), con pérdidas medias de valor superiores al 30%, y con ellas el cuestionamiento del hasta entonces dominante *Consenso de Washington*, inhibidor

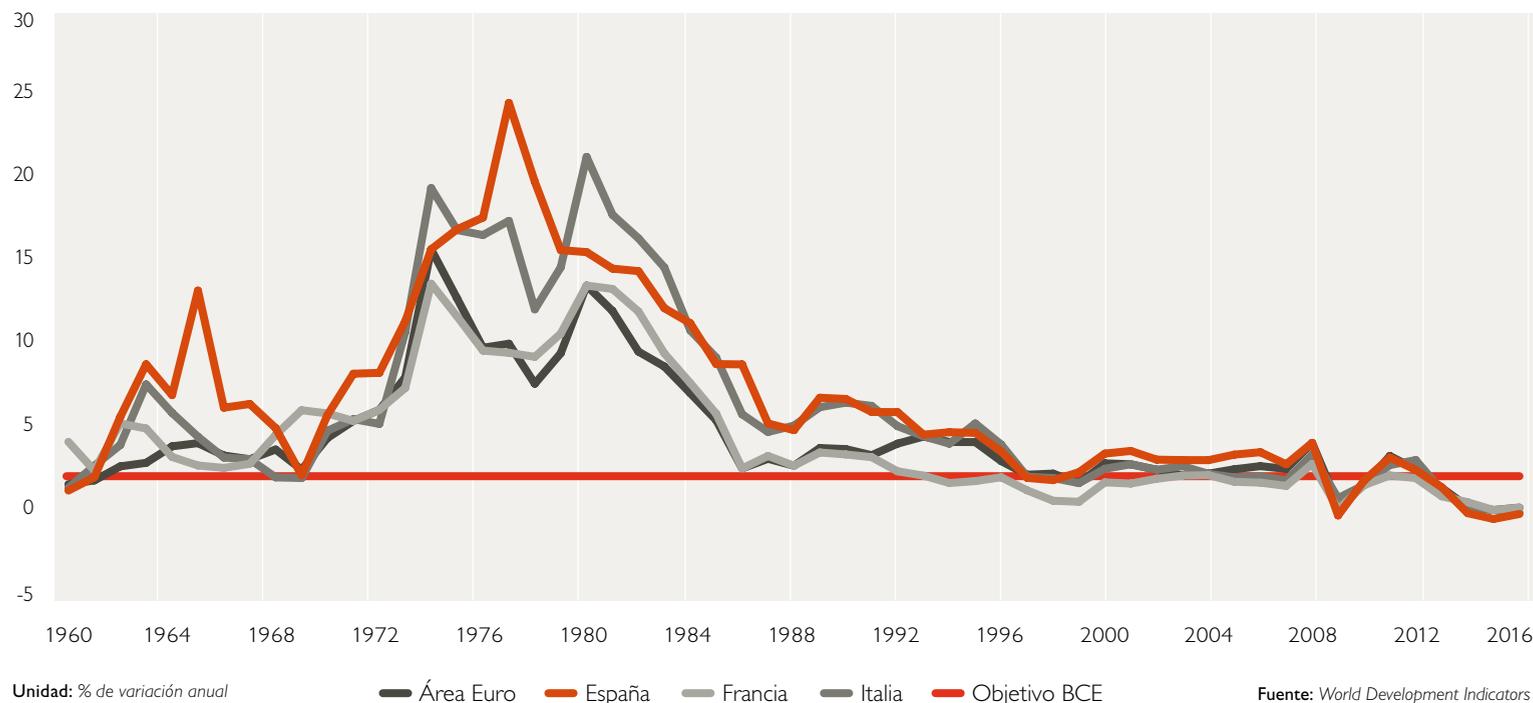
de cualquier actuación limitativa de la movilidad internacional de los capitales. Los controles de cambio cobraron una renovada virtualidad. Quedaba claro que la autonomía de la dinámica de integración financiera era generadora de tensiones y riesgos de inestabilidad global cuya trascendencia excedía a los epicentros de las mismas.

Esa crisis supuso también el primer aviso acerca del excesivo dominio en las economías del sector financiero sobre el sector real: de esa creciente *financiarización*, nacional y transfronteriza, que limitaba la capacidad de control, de estabilización por los gobiernos y las instituciones monetarias.

El proceso de unificación monetaria de Europa siguió su curso. A pesar de que las estrictas condiciones de convergencia nominal exigibles para el acceso a la tercera y definitiva fase de la UEM no fueron cabalmente satisfechas, el euro reemplazó formalmente a las monedas nacionales de once países, España entre ellos, el 1 de enero de 1999, siendo moneda de circulación a partir de 2002. Actualmente son nueve los países de la UE que no pertenecen a la eurozona, lo que no impide que el conjunto de los que comparten moneda conformen la tercera economía mayor del mundo y una de las más pobladas, con más de 340 millones de habitantes. El euro se ha convertido en la segunda moneda vehicular y de reserva más importante del mundo.

Si pudiera exceptuarse el impacto de la crisis de 2007, bien podría afirmarse que el balance de la UEM ha sido favorable. El intercambio de bienes y servicios en el seno de los países de la eurozona creció de forma significativa, como también lo hicieron los flujos de capital. Junto a las evidentes ventajas asociadas a ese mayor grado de integración, la convergencia nominal avanzó, especialmente la inflación, como se aprecia en el gráfico 4, y con ella los descensos en tipos de interés, cuyos beneficios fueron más apreciables en aquellas economías con una tradición más inflacionista, como la española. Menos explícitos fueron los avances en la convergencia real, en términos de aproximación de la renta por habitante entre los países, como también los ascensos en el PIB por habitante del conjunto del área, cuando se compararan con el resto de las economías de la OCDE. España fue de las economías más beneficiadas en ese período hasta el inicio de la crisis de 2007. La gestión de esa crisis, la más severa desde la Gran Depresión, y sin duda la más compleja, sumió a la eurozona en una recesión más pronunciada que la sufrida por otras economías. Desde luego que aquella donde se localizó el epicentro, la estadounidense. En la rapidez con que en esta economía actuaron las autoridades y la contundencia de las decisiones adoptadas debió jugar un papel importante la memoria de la Gran Depresión. No eran necesarios muchos indicadores adicionales

Gráfico 4. Índice de Precios al Consumo



a los disponibles a partir de 2008 para entrever la severidad de esa crisis y la necesidad de adoptar políticas excepcionales de compensación del desplome financiero y real.

En la eurozona, sin embargo, ese pragmatismo en la orientación de las políticas económicas emergió, solo parcialmente, y muy avanzada ya la crisis, en el verano de 2012, cuando el Banco Central Europeo (BCE) decidió *hacer todo lo posible* por evitar la fragmentación o la directa desaparición del euro. La crisis bancaria obligó a las autoridades nacionales a soportar la necesaria capitalización de las entidades con mayor deuda pública, con el fin de evitar males peores: el propio hundimiento de los sistemas financieros.

Demasiado tarde para evitar los daños sobre el crecimiento potencial de la región, sobre las condiciones de vida de muchos ciudadanos, y, no menos importante, sobre la confianza en las instituciones comunitarias para gobernar esa dinámica de integración regional en la más amplia de globalización real y financiera. En efecto, más allá de las consecuencias no poco significativas sobre el crecimiento potencial de algunas economías, fundamentalmente de las periféricas, son las consecuencias sociales, en términos de empobrecimiento, pero también de desafección a las instituciones comunitarias, las que pueden ser más importantes. La divergencia real, de renta por habitante, es suficientemente explícita en algunos países como para cuestionar las ventajas de la unificación monetaria. El área no

es precisamente la zona del mundo que garantiza un mayor bienestar a su población. Desde la referencia inicial de este análisis, mediada la década los ochenta, la inversión pública no ha dejado de descender, de forma más acentuada en los noventa, marginando un buen contingente de bienes públicos, en aras de la estabilidad presupuestaria. También en estos años Europa ha presenciado un aumento significativo en la desigualdad en la distribución de la renta y de la riqueza. Y, sin embargo, la unión monetaria sigue siendo necesaria, en mi opinión.

En la salida del Reino Unido de las instituciones europeas, más allá de las resistencias a los flujos migratorios como primera determinación, también ha de contar con esos adversos resultados económicos, y con las limitaciones e ineficiencias en la gestión de la crisis de las instituciones europeas.

Consideraciones finales

Llegados a este punto, confieso que mis preferencias no son precisamente las de concluir, sino de volver a revisar la muy apretada síntesis de lo más relevante acaecido en las tres últimas décadas. Han sido tres vectores —el definido por la creciente integración económica y financiera de las economías, la discontinuidad tecnológica y la persistente inestabilidad financiera— los que han tratado de jalonar el recorrido. Pero tengo el convencimiento de que han quedado orillados no pocos aspectos centrales.

Y esa sensación obliga a no cerrar esta revisión de esta época con una conclusión definitiva, sino quizás a subrayar algunas de las inquietudes que la dinámica analizada proyectan hacia los próximos años. La más destacada es la mera incapacidad para anticipar. A pesar de los indudables avances tanto en el conocimiento económico y de las finanzas, como en las tecnologías más instrumentales, la dinámica económica no se encuentra hoy más controlada. Los gobiernos y las instituciones multilaterales, han enriquecido sus experiencias con crisis de diversa naturaleza, pero no conseguirán evitar las próximas crisis.

Las lecciones son relevantes, pero no suficientes como para despejar las incógnitas y aliviar las inquietudes con que enfrentamos las siguientes décadas. La difícil estabilidad financiera es una de ellas. Las proposiciones de Hyman Minsky acerca de la inestabilidad financiera intrínseca al sistema económico han renovado su vigencia, y con ellas la necesidad de arbitrar mecanismos regulatorios y de supervisión suficientes para que la contribución a la prosperidad de las distintas vías de intermediación financiera no deriven en crisis recurrentes de la economía real. La dimensión de los sistemas financieros, la adecuación de los mismos, la excesiva *financiarización*, ha sido también un asunto central, más allá de los debates académicos. La necesidad de coordinación internacional, en cualquiera de las actuaciones de supervisión del sistema económico, no solo de las finanzas, se presenta como el denominador común de las conclusiones cuando se ha sufrido las consecuencias de una crisis como la que todavía requiere de políticas excepcionales. Y este alegato tan frecuente no encuentra hoy precisamente el clima más propicio. La retórica proteccionista y aislacionista de la nueva presidencia estadounidense y las tensiones geopolíticas abiertas en casi todas las regiones no favorecen esa priorización de mejoras en la gobernación global. En realidad, no parece fácil que en las instancias multilaterales formales o las amparadas en las *Formaciones G* se puedan establecer un consenso mínimo sobre la priorización de los problemas. Y, sin embargo, esa coordinación es una precondición no solo para facilitar la recomposición de la dañada Europa, sino para que se pueda garantizar que la próxima crisis sea menos severa que la sufrida en esta última década.

Bibliografía

- Baldwin, R. (2017): *The Great Convergence*, Harvard University Press.
- Berges, A y Ontiveros, E (2017): “Desglobalización Financiera. Especial referencia a la banca europea”, *Revista ICE*, N°. 896.
- De Grauwe, P (2017): *The Limits of the Market*, Oxford University Press.
- Goodhart, Ch. y Pradhan, M. (2017): *Demographics will reverse three multi-decade global trends*, BIS Working Papers, N°. 656, Agosto.
- Guillén, M, Ontiveros, E. (2016): *Global Turning Points. The Challenges for Business and Society in the 21st Century*. Cambridge University Press, 2ª edición.
- McAfee, A. y Brynjolfsson, E. (2017): *Machine, Platform, Crowd: Harnessing our Digital Future*, WW. Norton.
- Minsky, Hyman P. (1992): The Financial Instability Hypothesis. Working Paper, N°. 74: 6-8.
- Ontiveros, E. (1997): *Sin Orden ni Concierto. Medio Siglo de Relaciones Financieras Internacionales*. Escuela de Finanzas Aplicadas, Madrid.
- Ontiveros, E. (2011): “El sufrimiento de Europa” *Revista de Occidente*, Fundación José Ortega y Gasset. Gregorio Marañón, N° 367, pp. 43 a 52.
- Spence, M. (2017): *Global value chain development report 2017. Measuring and analyzing the impact of GVCs on economic development*, Introducción, Banco Mundial, Washington.
- The Research Center of Global Value Chains (2017): *Global value chain development report 2017. Measuring and analyzing the impact of GVCs on economic development*, Banco Mundial, Washington.





Transformación financiera e institucional de Europa

Francisco J. Valero



Este capítulo analiza de forma resumida la importante transformación de nuestro país para integrarse en lo que hoy es la Unión Europea, que tampoco ha permanecido estable, sino que ha incrementado de forma muy intensa su integración económica y financiera, incluso adoptando una moneda única para la mayor parte de sus países. La crisis financiera ha puesto de manifiesto que una unión monetaria sostenible tiene más exigencias sobre sí misma y los países que la componen de las que inicialmente se pensaban. En principio, los países han reaccionado incrementando su integración, pero todavía queda mucho camino por recorrer, no solo en el ámbito financiero, sino especialmente en las políticas económica y fiscal.

Europa viene siendo desde hace tiempo, incluso desde antes del nacimiento de Afi hace ya tres décadas, contexto y pretexto para nuestro país¹, y no solo en lo que se refiere a la economía y las finanzas, sino en los más generales ámbitos político y social. La incorporación de España a las entonces Comunidades Europeas en 1986 exigió un importante esfuerzo de homologación del sistema político, así como una orientación de la política general, y muy particularmente la económica, hacia Europa, incluso cuando podría ser contraproducente para el gobierno de turno.

La relevancia de Europa

Un buen ejemplo de lo que acabamos de exponer fue el golpe de timón que tuvo que dar el Gobierno en mayo de 2010, en forma de Real Decreto Ley², con una serie de recortes, que, entre otros elementos, afectaron de forma significativa a los sueldos de los funcionarios, con objeto de reducir la presión de un déficit público que se había desbocado como consecuencia de la crisis. De esta forma, sin precedentes en nuestra historia reciente, se pretendía evitar que nuestro país tuviera que ser intervenido y salvado por sus socios europeos, como les ocurrió a Grecia, Chipre, Irlanda y Portugal, reduciendo el rescate al sistema bancario.

De forma similar, los derechos sociales tienen una inexcusable referencia en la Unión Europea (UE), concretamente en la Carta de los Derechos Fundamentales de la UE³, del año 2007. De hecho, una de las tareas que se consideran pendientes en estos momentos de la Unión Económica y Monetaria (UEM) es la necesidad de dotarla de un Pilar Europeo de Derechos Sociales⁴. El 26 de abril de 2017 la Comisión Europea (CE) presentó una serie de iniciativas en esta dirección⁵.

La dimensión social de la UEM se apoya también en parte de lo que se denomina la *convergencia real*. No expresamente tenida en cuenta a la hora de elegir los Estados que fueron incorporando el euro como moneda única, se refiere a aspectos tales como el nivel de renta, incluyendo el poder adquisitivo, o el nivel de desempleo, por considerar solo dos indicadores muy

importantes, en los que actualmente se registra una elevada dispersión entre países. La crisis ha aumentado, incluso, esta dispersión y la ha hecho más notoria dentro de algunos países, especialmente los que más han sufrido la crisis.

En todo caso, este capítulo no pretende tratar todos los aspectos que condicionan, por activa y por pasiva, nuestra relación con Europa en épocas recientes, sino centrarse en aquellos que han sido más significativos para los trabajos desarrollados en Afi a lo largo de estos años. En general, son estos mismos años lo que han vivido el despliegue inicial de temas tan importantes para la economía y las finanzas españolas como:

- La adhesión y el mercado único europeo.
- La UEM y la moneda única.
- La crisis, tanto en la reacción inicial a la misma como en el mayor esfuerzo de integración financiera que se ha efectuado desde la moneda única con la todavía incompleta Unión Bancaria (UB).

A cada uno de estos temas se le puede asociar un tratado de los que han ido configurando la actual Unión Europea (UE), que no es sino un proceso en continua construcción, en la que los Estados miembros van decidiendo sus detalles, si se incorporan a la misma y, más recientemente, si la abandonan, como le ocurrirá al Reino Unido, tras el proceso conocido como *Brexit*, que ha activado el art. 50 del Tratado de la UE (TUE), incorporado al mismo por el Tratado de Lisboa. Por lo que se refiere a nuestro país, este proceso de construcción europea puede resumirse en el cuadro 1.

La adhesión y el mercado único

El Tratado de adhesión de España y Portugal a las entonces Comunidades Europeas incorporó a ambos países al proceso de construcción europea que se acaba de comentar, lo que supuso para ambos países la aceptación del acervo normativo previamente vigente a la adhesión, así como el inicio de un proceso de adaptación de las respectivas legislaciones nacionales a dicho acervo.

En el caso español, el primer punto se formalizó en el BOE de 1 de enero de 1986⁶, mientras que el segundo se fue desarrollando con posterioridad, a medida que se aprobaban las correspondientes normas de rango legal⁷.

Con ser importante esta primera adaptación a las nuevas exigencias europeas, pronto fue superada por la derivada de la puesta en marcha del mercado único, o mercado interior, como es su

1. E. Ontiveros y F. J. Valero dirigieron, dentro del XV Curso de Humanidades Contemporáneas de la Universidad Autónoma de Madrid, en los meses de enero y febrero de 1993, un seminario con el título "Europa, contexto y pretexto de la economía española". Con ambas palabras se pretendía, y se persigue también ahora, resaltar que no solo se trata de un entorno al cual adaptarse, sino también de una participación activa en la construcción europea.

2. Real Decreto Ley 8/2010. En este capítulo, las referencias normativas y a documentos oficiales se reducen al mínimo imprescindible para su localización en las correspondientes bases de datos.

3. Véase su texto más actualizado en: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2016.202.01.0389.01.SPA&toc=OJ.C:2016:202:TOC

4. https://ec.europa.eu/commission/priorities/deeper-and-fairer-economic-and-monetary-union/towards-european-pillar-social-rights_es

5. Recomendación 2017/761, Comunicaciones COM(2017) 250, COM(2017) 251, y COM(2017) 206, entre otras.

6. Que contiene 685 páginas.

7. Véase la Ley 47/1985. Por simplicidad, nos limitamos a mencionar las que afectan al sistema bancario, Real Decreto Legislativo 1298/1986, y a los seguros, Real Decreto Legislativo 1255/1986 y Real Decreto Legislativo 1300/1986.

Cuadro 1. Hitos fundamentales en el proceso de construcción europea

Tratado	Constitutivo de la Comunidad Económica Europea*	Adhesión de España y Portugal	Acta Única Europea	Unión Europea (TUE)	Lisboa
Fecha de firma	25 Marzo 1957	12 Junio 1985	17 Febrero 1986	7 Febrero 1992	13 Diciembre 2007
Entrada en vigor	1 Enero 1958	1 Enero 1986	1 Julio 1987	1 Noviembre 1993	1 Diciembre 2009
Aportación principal	Integración económica europea	Incorporación España y Portugal	Mercado Único	Unión económica y monetaria	Texto actual de TUE y TFUE

* Constitutivo de la Comunidad Europea desde el TUE. Actualmente Tratado de funcionamiento de la UE (TFUE).

Fuente: elaboración propia

nombre oficial en los Tratados, antes mercado común, expresión que se abandonó definitivamente con el Tratado de Lisboa.

Aunque el mercado único tuvo en el Acta Única Europea (AUE) su principal soporte jurídico, el que puede considerarse documento fundacional del mismo es anterior, el *Libro Blanco* de la CE para el Consejo Europeo, celebrado en Milán los días 28 y 29 de junio de 1985, *Completando el mercado interior*, COM(85) 310, y su anexo, *Calendario para completar el mercado único por 1992*.

El mercado único implica un espacio sin fronteras interiores, en el que la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales, estará garantizada de acuerdo con las disposiciones de los Tratados (art. 26.2 TFUE). Estas son las cuatro libertades básicas del denominado Tratado de Roma.

El alcance del mercado único es general, aunque aquí solo nos ocuparemos de su vertiente financiera, compuesta de la libre circulación de capitales y de la libre prestación de servicios financieros: banca, valores y seguros. La práctica coincidencia en el tiempo de la existencia de Afi con el despliegue del mercado único financiero hasta el día de hoy hace que lo hayamos seguido fielmente y con mucha atención en sus diversas manifestaciones⁸.

Hasta la crisis financiera, el desarrollo del mercado único financiero implicaba dos niveles de regulación:

- El propio de la UE, en forma de directivas, un acto jurídico que implica su transposición en cada Estado miembro por su propias normas dentro de un plazo prefijado, que no siempre se ha cumplido.
- El nacional, con normas de distinto rango, como serían, en el caso de España, una ley, un real decreto, una orden ministerial y, por ejemplo para la banca, una circular del Banco de España.

8. En nuestras actividades de análisis y consultoría, formación y publicaciones.

Esto ha cambiado como consecuencia de la crisis financiera, tanto por la mayor lentitud que supone el doble nivel como por la falta de garantía de un resultado homogéneo en todos los países implicados. Tras la crisis, se utiliza en mayor medida el reglamento, un acto jurídico que es directamente aplicable y obligatorio por sí mismo⁹. Todo ello sin contar con la labor homogeneizadora de las Autoridades Europeas de Supervisión (AES), creadas a partir de la crisis, de las que hablamos posteriormente, que también se plasma, fundamentalmente, en reglamentos.

En todo caso, el mercado único puede concebirse como un proceso que, en principio, no tiene un horizonte predeterminado, en la medida que siempre pueden existir obstáculos al pleno ejercicio de las libertades mencionadas.

En el ámbito de los servicios financieros cabe destacar dos ejemplos claros de cambios en el calendario respecto a las propuestas del Libro Blanco:

- Una específica sobre el crédito hipotecario, cuya adopción estaba prevista para 1988, que nunca se aprobó¹⁰. Hasta el año 2014 no ha vuelto a aprobarse en la UE una norma semejante¹¹.
- El mercado único de valores o, si se prefiere, de servicios de inversión, un ámbito sin definición clara en el Libro Blanco, no entró en vigor el 1 de enero de 1993. La Directiva que lo sustentaba¹² no se aprobó hasta mayo de aquel año, que, además, no tenía que estar transpuesta en las correspondientes regulaciones nacionales hasta el 31 de diciembre de 1995¹³.

9. Actualmente, en los ámbitos de la banca y los valores los actos básicos sobre los que descansa el correspondiente mercado único lo constituyen una directiva y un reglamento.

10. Se entendió que no era necesaria una vez que se aprobó la 2ª Directiva de coordinación bancaria, 89/646/CEE, que fundamentó el mercado único de este sector.

11. Directiva 2014/17/UE.

12. Directiva 93/22/CEE.

13. Esto se debió a las fuertes discrepancias entre los Estados miembros sobre aspectos importantes de las reglas básicas de este mercado y los temores de un posible predominio de Londres sobre otras plazas financieras europeas.

Con respecto a los obstáculos, precisamente el citado Libro Blanco se proponía eliminar en cada una de sus partes tres tipos de barreras: físicas, técnicas, y fiscales.

La superación de estas y otras barreras que puedan existir es lo que justifica que, como se afirma en Afi (2015), p. 78, el mercado único sea un proceso continuo, mientras no se alcance plenamente el ideal de que todos los agentes económicos implicados en cada uno de sus sectores de actividad estén sujetos de forma efectiva a las mismas reglas, cualquiera que sea el país donde residen, dentro de su ámbito. Es por ello que dicho mercado ha dado lugar a sucesivas iniciativas de la CE para seguirlo impulsando a lo largo del tiempo, en las que, en general, se ha dedicado una especial atención a los servicios financieros¹⁴.

Además de las iniciativas que se mencionan en la referencia anterior, más recientemente han emergido otras en la misma dirección: COM(2015) 630, COM(2016) 855 y COM(2017) 139. Como exponemos en el apartado siguiente, el mercado único se perfecciona con la unión monetaria, al superar los obstáculos que plantea una multiplicidad de monedas, pero, una vez ocurrida la crisis, se intenta reforzar la unión monetaria con instrumentos propios del mercado único, como son la regulación de los servicios financieros, y la supervisión de las entidades financieras.

Esta circunstancia, junto con la puesta en marcha de la zona única de pagos en euros¹⁵ (SEPA, por sus siglas en inglés, Single Euro Payments Area), que ha hecho más efectiva la moneda única, especialmente en el ámbito de los pagos al por menor, aunque limitados a los de base electrónica (transferencias, adeudos domiciliados y tarjetas de pago), muestran que la relación entre la unión monetaria y el mercado único es más compleja de lo que se pensaba anteriormente a la crisis financiera.

La unión económica y monetaria

La UEM, de acuerdo con el art. 119 del TFUE, consta de dos grandes ejes estrechamente relacionados, en ambos casos de conformidad con el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia:

- La adopción de una política económica que se basará en la estrecha coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros, en el mercado interior y en la definición de objetivos comunes.
- Una moneda única, el euro, y la definición y la aplicación de una política monetaria y de tipos de cambio única cuyo objetivo primordial será mantener la estabilidad de precios y, sin perjuicio de dicho objetivo, el apoyo a la política económica general de la UE.

14. Véase http://ec.europa.eu/internal_market/strategy/index_en.htm.

15. Que no se limita a la UE, ya que incluye países como Islandia, Liechtenstein, Mónaco, Noruega, San Marino y Suiza.

Bastante antes de la crisis financiera, ha existido una controversia sobre la UEM, algunas de cuyas manifestaciones se recogen en Ontiveros y Valero (1996), especialmente en torno a si el área euro es o no un área monetaria óptima, un concepto desarrollado por el premio Nobel de Economía Mundell (1961) y cuya aplicación a dicho área ha estado muy cuestionada desde el principio¹⁶. Con independencia de ello, la UEM constituye una aspiración antigua en la construcción europea, que, al margen de otros antecedentes sin trascendencia práctica, puede remontarse al denominado *Informe Werner*, que ya en 1970 preveía el establecimiento de una unión económica y monetaria en un plazo de diez años.

Sin embargo, la suspensión de la convertibilidad del dólar estadounidense en agosto de 1971 provocó el colapso del sistema monetario internacional e introdujo una elevada volatilidad de las divisas, que dificultaba el buen funcionamiento del mercado único. En efecto, la existencia de una multiplicidad de divisas no solo implica costes adicionales por la necesidad de cambiar de una a otra, discriminando las transacciones transfronterizas frente a las nacionales, sino que introduce una elevada incertidumbre sobre las mismas si los tipos de cambio no son muy estables.

Resulta lógico que se pretendiera controlar la volatilidad de las divisas europeas, primero con la denominada *serpiente monetaria europea*, después con el *sistema monetario europeo* (ambos se estudian con detalle en Ontiveros, Berges, Manzano y Valero (1991), cap. 5), al que se incorporó la peseta en junio de 1989, con una banda de fluctuación superior a la normal, +/- 6%, frente al +/- 2,25%. El sistema entró en crisis a partir de septiembre de 1992, cuando ya se había firmado el TUE, como pusieron de manifiesto, por un lado, la ampliación de las bandas de fluctuación hasta el +/-15%, claramente incompatibles con la estabilidad cambiaria, en agosto de 1993, y, por lo que se refiere a la peseta, sus cuatro devaluaciones entre septiembre de 1992 y marzo de 1995.

La UEM, y más concretamente la moneda única, que luego se plasmaron en el TUE son fruto del trabajo previo del denominado *Informe Delors*, CE (1990), que, con el sugestivo título de *One market, one money* (Un mercado, una moneda¹⁷), fue elaborado por un comité encabezado por Jacques Delors, entonces presidente de la CE, un segundo miembro de la misma, los gobernadores de los bancos centrales de los países de la UE y tres expertos¹⁸. Tras ello se negoció el TUE, que fue firmado, como ya se ha indicado, en febrero de 1992.

16. Un trabajo reciente sobre esta cuestión, que compara al área euro con Estados Unidos, es el de Bayoumi y Eichengreen (2017).

17. Que luego inspiró el de alguna otra publicación justificadora de la UEM como CE (2007).

18. Uno de ellos el español Miguel Boyer, que había sido ministro de Economía y Hacienda.

Cuadro 2. La Unión Económica y Monetaria y la introducción de la moneda única

Unión económica y monetaria				
Etapas	1º FASE	2º FASE		3º FASE
Fechas	1-7-1990 • 31-12-1993	1-1-1994 • 31-12-1998		Desde 1-1-1999
		1-1-1994•31-5-1998	1-6-1998•31-12-1998	
Objetivos	<ul style="list-style-type: none"> • Libertad movimientos de capitales • Realización mercado interior • Convergencia económica • Libre uso del ecu • Cooperación entre bancos centrales 	<ul style="list-style-type: none"> • Criterios de convergencia • Coordinación políticas monetarias • Prohibición de crédito a administraciones públicas • Independencia bancos centrales • Preparación 3ª fase 		<ul style="list-style-type: none"> • Introducción del euro • Política monetaria unica • Pacto de estabilidad y crecimiento • Mecanismo de tipos de cambio II (países no euro)
Institución monetaria	Comité de gobernadores de los bancos centrales	Instituto Monetario Europeo	Banco Central Europeo	
Órgano asesor	Comité Monetario			Comité de gobernadores de los bancos centrales

Introducción de la Moneda Única

Etapas	FASE A	FASE B	FASE C
	Preparación unión monetaria	Período transtorio	Dualidad de monedas
Monedas	Monedas nacionales	Euro sin billetes y monedas propios	Billetes y monedas en euros y nacionales
Fechas	3-5-1998 • 31-12-1998	1-1-1999 • 31-12-2001	1-1-2002 • 28-2-2002 ⁵
Normativa UE	<ul style="list-style-type: none"> • Decisión 98/317¹ • Reglamento 974/98² • Reglamento 975/98³ • Reglamento 2866/98⁴ 		
Leyes Nacionales	<ul style="list-style-type: none"> • Ley 46/1998 • Ley Orgánica 10/1998 		

1. Estados miembros participantes.
2. Introducción del euro. Previamente, hay que tener en cuenta el Reglamento 1103/97, en el que se precisaron temas muy relevantes para la introducción del euro, como la continuidad de los contratos, la forma de los tipos de conversión, o los redondeos.
3. Monedas en euros.
4. Tipos de conversión irrevocables.
5. Fechas españolas. Cada Estado miembro las adaptó a sus necesidades.

Fuente: elaboración propia

Tal y como resumimos en el cuadro 2, conviene distinguir entre la UEM propiamente dicha, y la introducción de la moneda única, un proceso transitorio con muchas consecuencias prácticas para todo tipo de agentes económicos: administraciones públicas, entidades financieras, empresas no financieras, consumidores y ciudadanos en general¹⁹.

En el caso de la UEM, su inicio se fijó el 1 de julio de 1990 por el Consejo Europeo celebrado en Madrid en junio de 1989, fecha en la que entraba en vigor la Directiva 88/361, que liberalizaba los movimientos de capitales en la UE²⁰.

El escenario de introducción de la moneda única también se decidió en un Consejo Europeo celebrado en Madrid, en diciembre de 1995. Recogido en Ontiveros y Valero (1996), la CE lo publicó en el DOUE C 22²¹, con el fin de clarificar la cuestión relativa a los contratos redactados con referencia a la cesta oficial del ecu. En principio se iba a llamar así a la moneda única, pero el mismo Consejo Europeo decidió cambiarla al euro para diferenciar la nueva moneda de lo que hasta entonces había sido una moneda cesta, que, al incorporar sucesivamente monedas débiles, como la peseta, había perdido valor frente a las más fuertes, particularmente el marco alemán. En todo caso, se mantuvo la exigencia, prevista en el TUE, de que el *último* ecu tuviese el mismo valor que el *primer* euro.

La distinción entre ambos procesos ha implicado un papel muy diferente por parte de Afi en cada uno de ellos. Mientras en el caso de la UEM, hemos procedido a seguirla muy activamente, desde el punto de vista del análisis de sus objetivos e implicaciones, además de divulgarla en diversos foros y publicaciones, la introducción de la moneda única, con el alcance universal que antes hemos indicado, nos ha exigido, además, un gran esfuerzo de acercamiento a distintos agentes económicos de nuestro país.

Aparte de nuestras publicaciones, muy particularmente la *Guía del euro*, con dos ediciones, en 1997 y 1998, y otra más en CD-ROM en 1999²², y de una publicación periódica, *Euroguía*, con varios patrocinadores, un equipo cualificado de Afi participó en multitud de iniciativas de explicación del proceso de introducción de la moneda única, generalmente por iniciativa de algunas entidades financieras y empresas no financieras, a veces para sus propios empleados, pero otras abiertas al público en general, que

se celebraron en diversos lugares de la geografía nacional. Incluso, el grupo Afi estuvo encargado, durante el período transitorio, de la información al público sobre el proceso en las capitales de provincia de una importante Comunidad Autónoma.

La crisis

La incorporación de España al euro supuso la pérdida de nuestra soberanía cambiaria y monetaria, con dos importantes consecuencias, respectivamente:

- La absoluta estabilidad cambiaria respecto a nuestros principales socios comerciales, frente a la tradicional debilidad de la peseta. Esta circunstancia impidió que se pudiera recuperar competitividad por la devaluación de la moneda, como ocurrió varias veces en nuestra historia reciente. La crisis anterior, concluida en 1993, fue superada con rapidez gracias al efecto favorable de la devaluación de la peseta no solo sobre las exportaciones, sino también sobre el turismo. En todo caso, las devaluaciones de este período previo a la UEM, antes comentadas, contribuyeron a que la entrada en el euro se produjera a un tipo de conversión que puede considerarse favorable en aquellas 166,386 pesetas/euro.
- Unos tipos de interés del 3%, frente a los niveles tradicionales por encima de dos dígitos. De esta forma se estimulaba la inversión en activos financieros, y sobre todo inmobiliarios. Al mismo tiempo, se impedía disponer de unos tipos monetarios propios, ya que estos, fijados por la política monetaria del BCE, serían iguales para todos los países del área y tendrían en cuenta el conjunto de ésta más que la situación concreta de cada país.
- La inversión inmobiliaria, por sus propias características, tiende a ser financiada en buena parte por el endeudamiento que proporcionan las entidades de crédito, que, por tanto, se vinculan al buen fin de la misma. El impulso de la inversión inmobiliaria generó un elevado endeudamiento en el sector privado, cuya financiación en buena medida procedía del resto del mundo, a donde acudían nuestras entidades de crédito para obtener los fondos necesarios, bien mediante emisiones (cédulas hipotecarias y bonos de titulización), o por endeudamiento frente a otras entidades bancarias.

Cuando la crisis irrumpe en Estados Unidos en el verano de 1997 con el estallido de las denominadas *hipotecas subprime*, de baja calidad crediticia, en buena parte titulizadas y, por tanto, adquiridas indirectamente por entidades financieras de todo el mundo, se genera una incertidumbre generalizada sobre los sistemas bancarios, y su exposición a activos tóxicos. En España, los efectos de este estallido se centran, sobre todo, en la ruptura de la burbuja inmobiliaria que se había

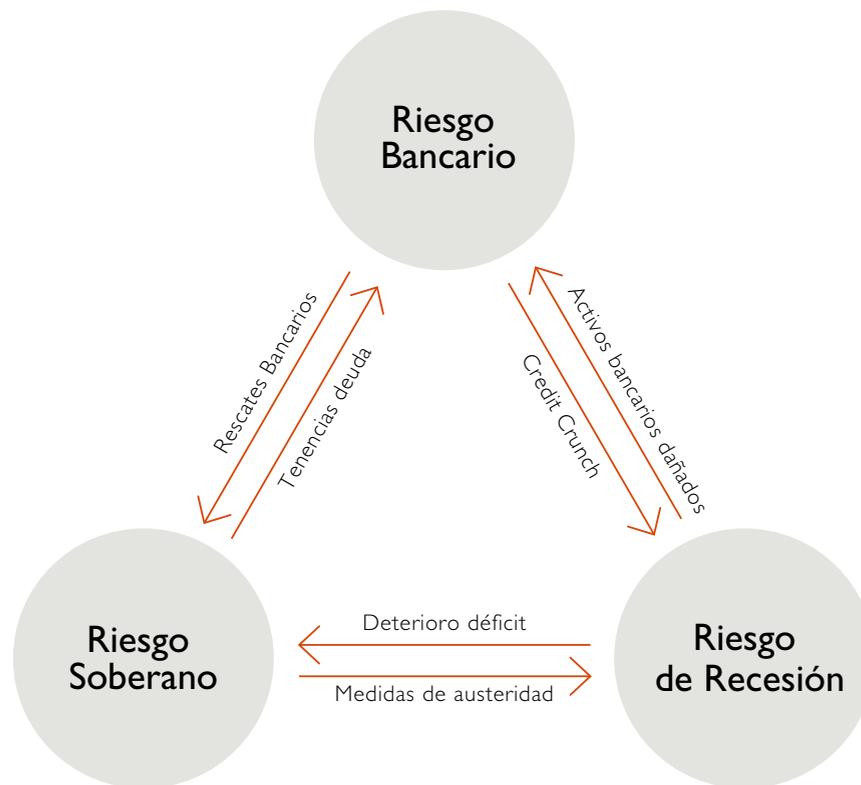
19. Nunca, en toda la historia de la construcción europea, se ha dado un proceso con un alcance tan universal. Este hecho, y la necesidad de fabricar los nuevos billetes y monedas, justifican el largo período transitorio, tres años, hasta que se dispuso de los mismos. Dicha duración fue mucho más breve en las sucesivas incorporaciones de nuevos países a la moneda única.

20. Con algunos períodos transitorios para algunos países, entre ellos España, que anticipó el final de los mismos al 1 de febrero de 1992.

21. De 26 de enero de 1996.

22. Con el diario *El País*.

Gráfico 1. Riesgo bancario, soberano y de recesión



Fuente: elaboración propia

generado en la etapa anterior, con los consiguientes efectos negativos tanto en el empleo, puesto que muchas construcciones se paralizan, como en las entidades financiadoras, que ven muy difícil, si no imposible, recuperar en tiempo y forma sus préstamos.

Inicialmente, nuestras autoridades políticas y económicas no perciben todos los efectos de la crisis, con el pretexto de la pretendida fortaleza financiera de nuestras entidades de crédito, en parte apoyada por la existencia, desde 2001, de unas provisiones anticíclicas, que se habían dotado en la época de vacas gordas precisamente en previsión de que llegara una de vacas flacas. Sin embargo, estas provisiones fueron totalmente insuficientes para tratar un problema de una magnitud que no tenía precedentes en nuestro país.

La crisis de las entidades bancarias provoca un círculo vicioso, es decir una realimentación de la crisis desde los riesgos bancarios al riesgo soberano de los anteriores, con vuelta a los primeros, que se analiza en Berges, Ontiveros y Valero (2013) y podemos sintetizar en el gráfico 1.

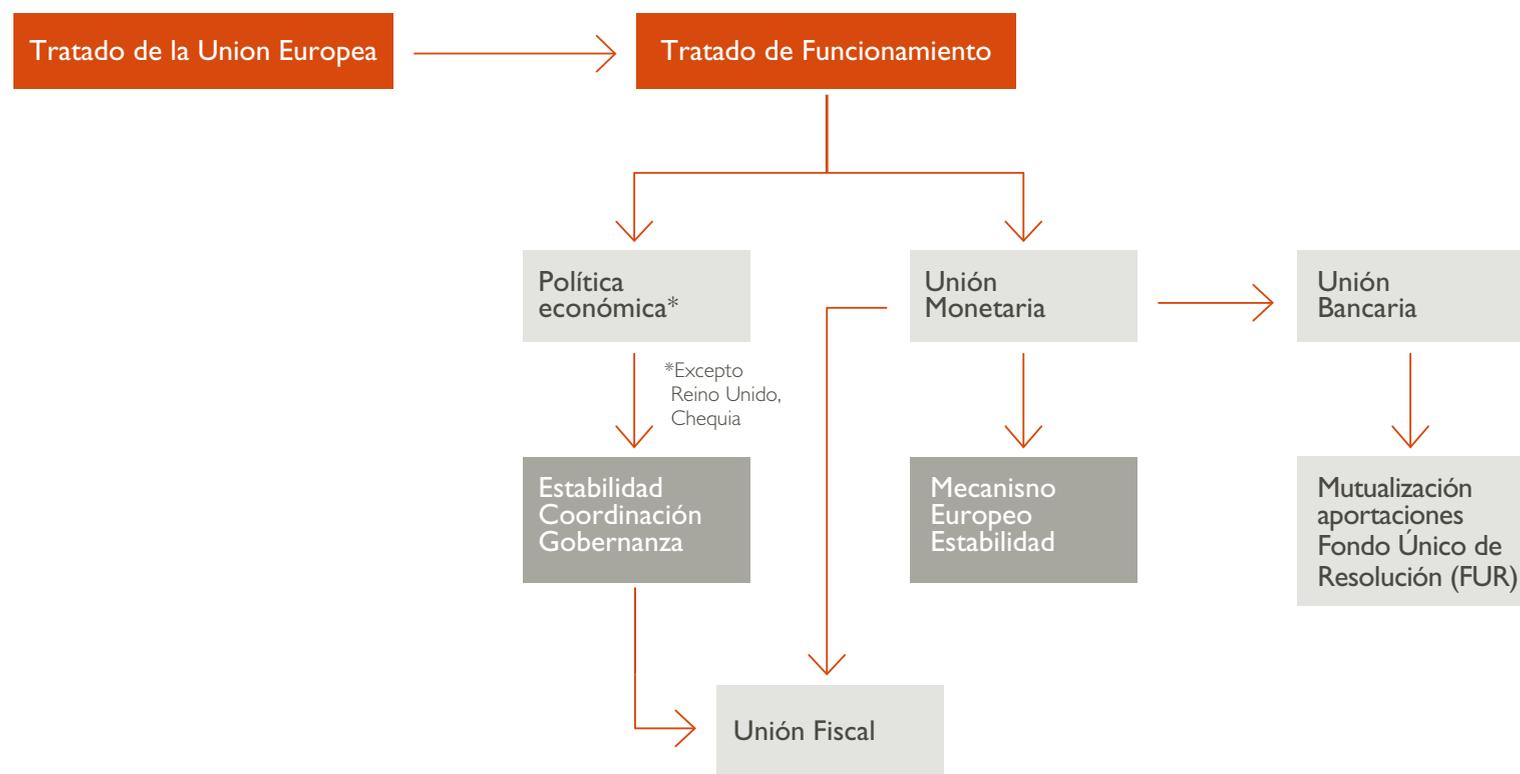
El apoyo de los Estados a la solución de la crisis de sus bancos se refleja en los mercados con un incremento sustancial de los tipos de interés exigidos a sus respectivos valores de deuda pública, cuyas tenencias por parte de las entidades de crédito, tienden a ser importantes. Por tanto, las carteras de valores de dichas entidades tienden a generar minusvalías que contribuyen a agravar su difícil situación financiera, lo que genera un círculo vicioso.

Por otro lado, y como tercera *pata* de ese círculo vicioso, el deterioro económico repercute negativamente en la solidez financiera de los prestatarios de las entidades de crédito, lo que deteriora los activos bancarios, exigiendo su cobertura con provisiones por insolvencia, que repercuten negativamente en la rentabilidad de las entidades.

Reformas en respuesta a la crisis

La intensa crisis bancaria que golpeó con especial intensidad a varios países de la eurozona, y en particular a España, provocó importantes reformas, tanto para paliar los efectos de dicha crisis, como para prevenir la aparición de crisis similares

Gráfico 2. Tratados económicos de la Unión Europea



Fuente: elaboración propia

en el futuro. En el capítulo 8, dedicado a las entidades de crédito, detallamos las medidas específicas encaminadas a paliar los efectos de la crisis, especialmente en torno al Programa de Asistencia para el Sector Financiero, también conocido como el *rescate bancario*, solicitado por España en junio de 2012.

Más allá de las medidas de capitalización y/o exigencias de condicionalidad sobre entidades concretas, nos interesa destacar aquí las soluciones de tipo estructural, es decir las que afectan a la configuración de los sistemas bancarios y de los entornos en los que estos operan. En este sentido, podemos distinguir los siguientes frentes:

- La gobernanza de la UEM, en particular del área euro.
- La regulación bancaria.
- El sistema europeo de supervisión financiera.
- La unión bancaria.

La gobernanza de la UEM es un tema importante, que viene de una de las grandes debilidades de la moneda única desde su inicio, como es la coexistencia de una unión monetaria de diversos países con una política económica en general autónoma para cada uno de ellos.

La crisis ha traído algunas mejoras en la gobernanza de la UEM dentro del marco de los Tratados básicos, pero estas mejoras podrían calificarse de *técnicas*, en el sentido de que no fomentan la unión económica o la unión fiscal que necesita el área euro, al menos de un modo parcial. Todo ello sin dejar de reconocer las mejoras que ha supuesto la introducción del denominado *Semestre Europeo*²³ y de otros cambios que se han sucedido a lo largo del tiempo²⁴.

Una de las formas en que esta importante debilidad en la gobernanza se ha hecho visible es la emergencia de unos tratados

23. Véase https://ec.europa.eu/info/strategy/european-semester_es.

24. Véanse https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/timeline-evolution-eu-economic-governance_en. Destacamos los actos que suelen conocerse como *six pack*, el conjunto de 5 reglamentos y una directiva publicados en el DOUE L 306, de 23 de noviembre de 2011, donde la atención se centra fundamentalmente en el control de los déficit públicos excesivos, y también en los desequilibrios macroeconómicos, dentro del proceso del Semestre Europeo, pero apenas nada en la ayuda mutua entre los países cuando algunos de éstos entran en dificultades significativas, de las que no saldrían fácilmente sin el apoyo del resto de los países miembros. Dichos actos fueron posteriormente completados con dos nuevos reglamentos, denominados en ocasiones *two pack*, publicados en el DOUE L 140, de 27 de mayo de 2013, para los Estados miembros de la zona euro.

paralelos a los propios de la UE²⁵. Estos tratados, junto con los básicos, los reflejamos en el gráfico 2.

Al margen de su relevancia concreta, por ejemplo el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) es el que financia el rescate del sistema bancario español, estos tratados complementarios tienen dos características diferenciales respecto a los básicos:

- No todos los países de la UE participan en nuevos tratados, bien porque algunos se limitan al área euro (como el MEDE), bien porque no comparten todos sus objetivos.
- No tienen que ser ratificados por todos sus países firmantes, consecuencia lógica del creciente número de países de UE.

Esto último explica las reticencias que en ocasiones existen a que se modifiquen los tratados básicos, con lo cual determinados cambios se ven muy difíciles de introducir, al margen de su mayor o menor necesidad. A fin de cuentas, la UE está muy lejos de ser los *Estados Unidos* de Europa, más desde el *Brexit*. En particular, se echa especialmente en falta la unión fiscal que se ha colocado en la parte baja del gráfico, especialmente cuando el peso del presupuesto de la UE respecto a la suma de los de sus Estados miembros es muy reducido, en torno al 1%, en comparación con estados federales, como Estados Unidos, donde el Gobierno central supone en torno al 25% de total.

Pero no se trata solo de tratados, sino del conjunto de la regulación bancaria y financiera de la UE. Esta también se ve modificada, pero, en este caso, bajo una iniciativa de ámbito mundial, el G-20, a partir de su primera cumbre de noviembre de 2008, muy unido al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB por sus siglas en inglés) y al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS por el mismo criterio), dos instancias que, formalmente, no tienen capacidad de elaborar directamente actos jurídicos vinculantes, pero que, al inspirar los de la UE y otros países, lo hacen indirectamente, provocando cambios importantes en su normativa. Este proceso se resume en sus líneas generales en *Afi* (2015), pp. 62-72, por lo que no necesitamos detallarlo aquí.

En paralelo, la UE ha ido modificando el proceso de elaboración de sus propias normas sobre unos sistemas financieros cada vez más dinámicos y, por tanto, más exigentes de una regulación apropiada a sus características cambiantes, un objetivo que se ha visto facilitado al introducir el Tratado de Lisboa una cierta jerarquía en sus actos jurídicos, con los denominados actos delegados (art. 290 del TFUE) y actos de ejecución (art. 291).

25. El Tratado de Lisboa, aunque se firma y se ratifica con la crisis ya iniciada, no tiene que ver con ésta, sino con el fracaso del proyecto de Constitución Europea, que había sido votada favorablemente en España en referéndum, pero que fue rechazada por el mismo medio por dos de los países fundadores como Francia y Holanda, tras lo cual se abandonó.

En el ámbito de los servicios financieros, esta novedad se combina con el *Sistema Europeo de Supervisión Financiera* (SESF), propuesto por el Informe *Larosière*²⁶, de 25 de febrero de 2009. Sin contar con el BCE y su papel supervisor en la unión bancaria, que es posterior, dicho sistema puede configurarse como aparece en el gráfico 3, que no tiene ninguna connotación jerárquica.

El SESF es una institución virtual, que acoge dos niveles de supervisión a una escala europea, a los que se añade el nivel nacional:

- Macroprudencial, a cargo de la *Junta Europea de Riesgo Sistémico*²⁷ (JERS), en vigor desde el 16 de diciembre de 2010, que no tiene personalidad jurídica y cuya secretaría está a cargo del BCE²⁸.
- Microprudencial, en manos de las denominadas Autoridades Europeas de Supervisión (AES), con efectos de 1 de enero de 2011:
 - *Autoridad Bancaria Europea*²⁹ (ABE, o EBA en inglés), con sede, en Londres, a la espera que se decida una nueva por el *Brexit*.
 - *Autoridad Europea de Valores y Mercados*³⁰ (AEVM, o ESMA), con sede en París.
 - *Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación*³¹ (AESPJ, o EIOPA), con sede en Fráncfort.

Las AES no son propiamente autoridades supervisoras, solo AEVM/ESMA posee competencias específicas al respecto sobre las agencias de calificación crediticia y los registros de operaciones, pero sí tienen un papel importante en conseguir una mayor homogeneización en la regulación financiera europea en los diferentes Estados de la UE a través de competencias como las siguientes:

- Elaborar proyectos de normas técnicas de regulación, que vienen a ser un tipo de acto delegado.
- Elaborar proyectos de normas técnicas de ejecución.
- Emitir directrices y recomendaciones.

Las AES se apoyan, cada una de ellas, en un Grupo de partes interesadas (*Stakeholders Group*), de carácter consultivo, con representación de las entidades financieras que operan en la UE, de los representantes de sus asalariados, de los consumidores

26. Elaborado por el Grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE, presidido por Jacques de Larosière. Disponible en español en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_es.pdf

27. Reglamento 1092/2010. Analizado en Valero (2012).

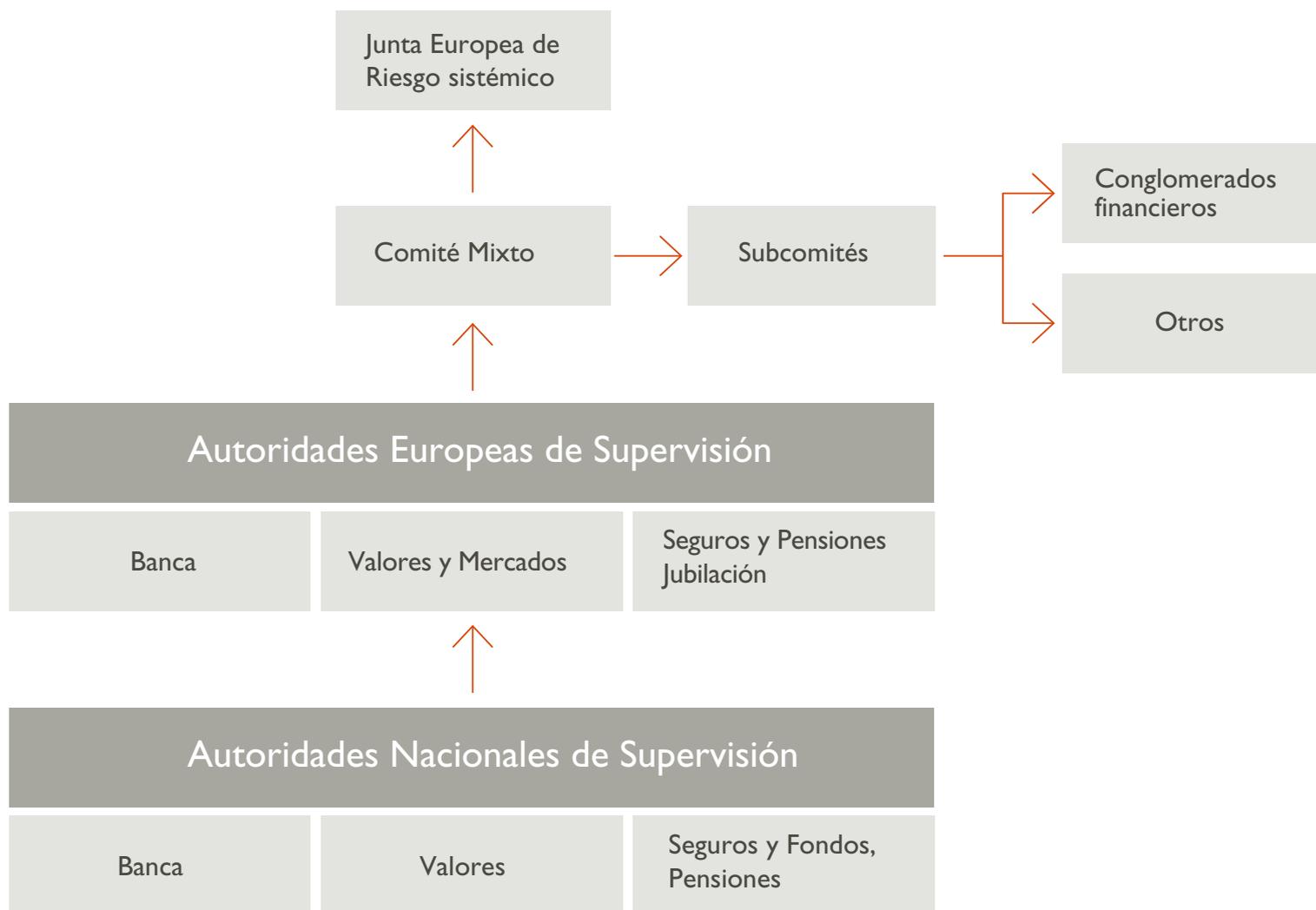
28. Reglamento 1096/2010.

29. Reglamento 1093/2010. Analizado en Valero (2010).

30. Reglamento 1095/2010.

31. Reglamento 1094/2010.

Gráfico 3. Tratados económicos de la Unión Europea



Fuente: elaboración propia

y los usuarios de los servicios financieros, de las PYME y de la comunidad académica³².

La unión bancaria (UB), analizada en Berges, Ontiveros y Valero (2012 y 2014), entre otras aportaciones, representa el mayor esfuerzo de integración financiera de la UE después del euro. Se ha concebido como un intento de solucionar algunos de los problemas estructurales de la UEM, en particular el círculo vicioso ya comentado entre los riesgos bancarios y soberanos, a través de medidas que tienen que ver con el mercado único bancario:

- La supervisión.
- La resolución de crisis.
- Previsiblemente, en el futuro, también la garantía de los depósitos.

Precisamente por ello, la UB, aunque actualmente circunscrita a los países que forman el área euro, está abierta al resto de los países de la UE que lo deseen, pero hasta el momento ninguno de ellos se ha decidido a incorporarse.

El cuadro 3 refleja los pilares de la UB, la normativa de la UE en la que se apoyan, tanto de forma específica como en relación con el mercado único bancario, y la regulación española que se ha elaborado para adaptarse a la anterior.

32. A. Berges ha participado en los grupos correspondientes a AEVM y ABE.

Cuadro 3. Normativa básica de la Unión Bancaria, 2017

Elemento	Unión Europea	España
	Unión bancaria	
Mecanismo único de supervisión	Reglamento 1024/2013	Real Decreto 84/2015
Mecanismo único de resolución	Reglamento 806/2014: Acuerdo sobre la transferencia y mutualización de las aportaciones al FUR	Ley 11/2015
Sistema europeo de garantía de depósitos*	Propuesta de Reglamento COM(2015) 586	Pendiente
	Normativa bancaria única	
Requisitos de capital	Reglamento 575/2013 (CRR) Directiva 2013/36 (CRD IV)	Real Decreto Ley 14/2013 Ley 10/2014
Rescate y resolución	Directiva 2014/59 (BRRD)	Ley 11/2015
Garantía de depósitos	Directiva 2014/49 (DGSD)	

* Las siglas que aparecen en la columna UE responden a las iniciales en inglés de los correspondientes actos.

* En trámite.

Fuente: elaboración propia

Dejando de lado el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD), que, hoy por hoy, no está aprobado, y se desconoce cuándo lo será y la forma final que adoptará, la UB se compone actualmente de estos pilares:

- El *mecanismo único de supervisión* (MUS), en funcionamiento desde el 4 de noviembre de 2014, que supone un sistema integrado de supervisión bancaria, que se desarrolla en dos niveles, en paralelo a lo que ocurre con la política monetaria del área euro:
 - Un nivel central, a cargo del BCE.
 - Un nivel nacional, que correspondería a las autoridades supervisoras nacionales.
- El *mecanismo único de resolución* (MUR), en pleno funcionamiento desde el 1 de enero de 2016, que se apoya en dos piezas normativas:
 - Una propia de la UE, el Reglamento 806/2014.
 - Una de carácter intergubernamental y transitorio, el Acuerdo sobre la transferencia y mutualización de las aportaciones al Fondo Único de Resolución (FUR), hecho en Bruselas el 21 de mayo de 2014³³, cuyo objetivo es el de mutualizar progresivamente, y en un plazo de 8 años, las aportaciones al Fondo.

El MUR ha supuesto la creación de un organismo de nueva planta, la Junta Única de Resolución (JUR), con sede en Bruselas, compuesta por un Presidente y otros cuatro miembros a tiempo completo, nombrados por el Consejo de conformidad con el procedimiento regulado en el Reglamento, y un miembro nombrado por cada uno de los Estados miembros participantes, en representación de sus autoridades de resolución nacionales.

Con el MUS no solo se consigue un marco común de supervisión bancaria en toda el área euro, sino que, al ponerla en manos de una institución europea como es el BCE, se desvincula de las autoridades supervisoras nacionales y, por tanto, de sus características específicas y, sobre todo, se hace más difícil cualquier intento de *capturar al supervisor*. De todas formas, el MUS supone una división de la supervisión bancaria entre el BCE y dichas autoridades nacionales siguiendo un criterio de relevancia:

- Las entidades más significativas y sus grupos, corresponden al BCE. A estos efectos se manejan criterios que tienen que ver con el tamaño de la entidad, la importancia para la economía de la UE o de cualquier Estado miembro, la actividad transfronteriza, o la recepción de ayudas públicas por parte del MEDE.

33. Su texto en español puede verse en el BOE de 18 de diciembre de 2015.

- Las menos significativas corresponden a las autoridades nacionales, pero bajo la dirección y coordinación del BCE.

En todo caso, corresponden al BCE, en cooperación con las correspondientes autoridades nacionales, en las que comenzará el proceso, la autorización de nuevas entidades de crédito, o las adquisiciones de participaciones cualificadas en las mismas.

Con el MUR no solo se logra un marco común de solución de crisis bancarias en toda el área euro, que se desarrolla para toda la UE por la BRRD, sino que, se pone en manos de una institución europea como es la JUR, a la que también se dota de una financiación para atender dichas crisis, en su mayor parte procedente de las entidades. Esta financiación progresivamente se mutualiza en un período de ocho años, a la vez que los Estados miembros se comprometen a completarla con líneas de respaldo si, a la postre, resulta insuficiente para atender los efectos de una futura crisis.

Mientras que antes de la crisis actual, la solución a las mismas procedía de recursos públicos (*bail out*), algo que ayuda a encender el círculo vicioso entre los riesgos bancarios y los soberanos, con la BRRD se confía en que la mayor parte de esos recursos vengan de los propios accionistas y determinados inversores en las entidades (*bail in*). No se prescinde del todo de la financiación pública, pero se la somete a ciertos límites y condiciones.

Esta nueva forma de resolver las crisis bancarias no ha sido todavía testada en Europa con una intensidad suficiente para ver su efectividad. En todo caso, sí queremos destacar que la primera entidad que ha sido objeto de resolución por la JUR³⁴, aunque no haya implicado ningún empleo del FUR, ha sido el español Banco Popular, lo que ocurrió en la madrugada del día 7 de junio de 2017, una vez que el MUS había declarado que dicha entidad estaba en graves dificultades o era probable que fuera a estarlo³⁵. La ejecución de la resolución correspondió al FROB³⁶, como autoridad de resolución ejecutiva nacional.

Conviene aclarar que los ámbitos del MUS y del MUR no son exactamente iguales, no tanto por los países implicados, que sí son los mismos, como por sus entidades. En efecto, el MUR abarca³⁷:

- Las entidades consideradas significativas para el MUS, incluyendo aquellas sobre las que el BCE haya decidido ejercer directamente sus actividades supervisoras.
- Otros grupos bancarios transfronterizos, donde la matriz y al menos uno de los bancos filiales están situados en diferentes países del área euro³⁸.
- Cualquier entidad cuya resolución requiera el uso del FUR.

El SEGD, actualmente en trámite, se diferencia del MUR en que su utilización se activaría en el caso de liquidaciones bancarias, garantizando los depósitos que cumplan determinadas condiciones hasta un límite (100.000 euros por persona y entidad). Los fondos necesarios para la dotación del SEGD también procederían de las entidades, pudiendo requerir de algún tipo de respaldo público en caso de insuficiencia. Y en todo caso presupone una mutualización, aunque sea progresiva, de los fondos disponibles en cada país para este fin, que es lo que dificulta que se llegue a una decisión sobre el mismo, al menos mientras no disminuyan de forma suficiente los riesgos asumidos por los bancos.

El futuro

La UE es un ente en permanente movimiento, otra cosa es la velocidad a la que lo haga, entre otras razones porque está compuesta de un conjunto de países que también se mueven. Esto quiere decir que, desde el comienzo de la crisis, se ha intentado buscar solución a los problemas planteados, dentro de las instituciones y procedimientos establecidos en algunos casos, pero en otros dejándolos de lado.

Al margen de propuestas teóricas, sean de personas o de *think tanks*, la CE ha tenido un especial protagonismo en este proceso, que se ha plasmado en tres direcciones, que pueden considerarse complementarias:

- La puesta en marcha y posterior perfeccionamiento de la unión bancaria, véase COM(2012) 510 y COM(2015) 587.
- El replanteamiento de la UEM, véase COM(2012) 777, COM(2015) 600 y COM(2017) 291.
- La introducción, como uno de sus proyectos estrella de la nueva Comisión Juncker, que asumió sus funciones el 1 de noviembre de 2014, de una Unión de los Mercados de Capitales (UMC), véase COM(2015) 63, COM(2015) 468, COM(2015) 601, COM(2017) 147, COM(2017) 225 y COM(2017) 292.

34. Véase su nota de prensa: <http://srb.europa.eu/en/node/315>

35. Véase su nota de prensa: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ssm.pr170607.es.html>

36. Véase su resolución al respecto: <http://www.frob.es/es/Lists/Contenidos/Attachments/519/FROBImplementingActJune72017.pdf>

37. De forma similar al MUS, el FUR puede decidir, por propia iniciativa o a propuesta de una autoridad nacional de resolución, encargarse de la resolución de una entidad si se considera necesario para garantizar la aplicación consistente de los elevados estándares de resolución.

38. A 1 de junio de 2016, había 15 grupos bancarios de este tipo.

Gráfico 4. Un posible plan para completar la Unión Europea Económica y Monetaria en 2025



Fuente: Comisión Europea

La UMC, analizada brevemente en Afi (2015), pp. 99-101, tiene como principal objetivo mejorar las condiciones financieras de los agentes económicos, especialmente de la pequeña y mediana empresa (pyme)³⁹, intentando reducir la dependencia de una financiación bancaria que, como se ha visto en la crisis, no siempre puede estar disponible en las condiciones apropiadas. Aunque inicialmente se ha visto como un proyecto que debería beneficiar, sobre todo, al Reino Unido, el *Brexit* ha cambiado esta orientación y, cada vez más, se contempla como una oportunidad de desarrollar un auténtico mercado de capitales europeo.

En el segundo de estos ejes pronto se vio la necesidad de una implicación a mayor nivel de las principales instituciones. De sus diferentes iniciativas, nos centraremos en el *Informe de los cinco presidentes* (CE, Consejo Europeo, Eurogrupo, BCE y Parlamento Europeo)⁴⁰, así como el *Libro Blanco* sobre el futuro de Europa. *Reflexiones y escenarios para la Europa de los Veintisiete en 2025*⁴¹, que viene a ser la respuesta de la UE al *Brexit*, planteándose hasta cinco escenarios sobre su futuro, con un protagonismo especial de la UEM, que tiene un trato diferenciado en cada uno de ellos, no siempre favorable a la misma, algo que sí aparece explicitado en del documento de la CE.

De hecho, uno de los anexos de dicho documento plantea un posible plan para completar la UEM en 2025, que recogemos en el gráfico 4. En él pueden verse dos periodos diferenciados: uno inmediato, hasta 2019, que coincide con el resto de mandato de la actual Comisión Juncker, y otro, hasta 2025, en el que se completaría la UEM.

En ambos periodos destacan tres ejes, que nos están señalando, más allá de los detalles técnicos, donde debe actuarse para lograr esa UEM completa, es decir, más defendible ante posibles crisis que puedan poner en cuestión su futuro:

- La Unión Financiera, compuesta de la UB y de la UMC. Se trata de perfeccionar la primera y desarrollar la segunda, que tiene mayor recorrido en el sentido de que ha empezado más tarde. Resulta muy significativo que se hable de la posibilidad de un supervisor único de los mercados de capitales.
- La Unión Económica y Presupuestaria, donde, además, de reforzar la convergencia económica y social, se produciría la importante novedad del desarrollo de una función de estabilización presupuestaria y la creación de un Tesoro para el área euro, así como de un Fondo Monetario Europeo.

Esto tendría importantes implicaciones en el actual Eurogrupo y, en concreto, en su presidente, que podría convertirse en una especie de ministro de economía y finanzas del área euro, de modo similar a como ocurre actualmente con la Alta representante, que ejerce como ministra de asuntos exteriores.

- La rendición de cuentas democrática y la gobernanza efectiva.

Esta última se interpreta a veces como la Unión Política, pero, como ya hemos señalado, nadie, aparte de algunas propuestas teóricas, está en estos momentos proponiendo una especie de Estados Unidos de Europa.

La CE, a la vista de la experiencia de la crisis, no se pronuncia sobre si estos cambios deben conseguirse alterando los Tratados básicos o pueden seguir vías intergubernamentales. Parece que lo relevante no es tanto el camino como el resultado final y, en este sentido, resulta lógico que se opte en cada caso por la vía que ofrezca menos dificultades para lograr el resultado perseguido, aunque no hay que olvidar que debe existir una cierta coherencia entre los distintos elementos que formen parte de la UEM completa.

39. Como ejemplo de esta preocupación por la pyme, véase SWD(2017) 229. Precisamente, la pyme tiende a ser especialmente dependiente de la financiación bancaria y, al mismo tiempo, suele tener más difícil acceso efectivo a los mercados de valores.

40. 22 de junio de 2015, disponible en español en: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_es.pdf

41. COM(2017) 2025.

Bibliografía

- Analistas Financieros Internacionales (Afi) (1997): *La Guía del Euro. Todas las respuestas sobre la moneda única*. Afi Escuela de Finanzas, Madrid. Obra dirigida por E. Ontiveros y F. J. Valero.
- Bayoumi, T; Eichengreen, B. (2017): *Aftershocks or monetary unification: hysteresis with a financial twist*. NBER Working Paper 23205, febrero.
- Berges, A.; Ontiveros, E.; Valero, F. J. (2012): *La Unión Bancaria desde una perspectiva española*. Fundación Alternativas, Documento de Trabajo Opex N°. 71/2014.
- Berges, A.; Ontiveros, E.; Valero, F. J. (2013): “La crisis bancaria y de deuda soberana en España: Orígenes e interrelaciones”. *Ekonomiaz*, N°. 84, 3^{er} cuatrimestre, pp. 128-155.
- Berges, A.; Ontiveros, E.; Valero, F. J. (2014): *La Unión Bancaria: avances e incertidumbres para el año 2014*. Fundación Alternativas, Documento de Trabajo Opex N°. 75/2014.
- Comisión Europea (1990): “One market, one money. An evaluation of the potential benefits of forming an economic and monetary union”. *European Economy*, N°. 44, octubre.
- Comisión Europea (2007): *Una Europa, una moneda. El camino al euro*. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6730es.pdf
- Mundell, R. A. (1961): “A Theory of Optimum Currency Areas”. *The American Economic Review*, Vol. 51, N°. 4, septiembre, pp. 657-665.
- Ontiveros, E.; Valero, F. J. (1996): *La UEM en entredicho*. Ediciones Encuentro, Madrid.
- Ontiveros, E.; Berges, A.; Manzano, D.; Valero, F. J. (1991): *Mercados financieros internacionales*, Espasa-Calpe, Madrid.
- Valero, F. J. (2010): “La nueva Autoridad Bancaria Europea”. *Análisis Financiero Internacional*, N°. 142, 4^o trimestre, pp. 7-35.
- Valero, F. J. (2012): “El riesgo sistémico se institucionaliza en Europa”. *Análisis Afi*, N°. 1, enero, pp. 48-60.

La transformación de la economía española



1

Daniel Fuentes
Víctor Echevarría
Ricardo Pedraz
César Cantalapiedra
José Manuel Amor
Carmen López
Arturo Rojas
Irene Peña

2

La transformación de la economía española

3



4

5

6

La convergencia de la economía española con Europa y la caracterización, con sus logros y tareas pendientes, de las tres décadas de crecimiento económico ocupan el papel central de esta sección. También nos ocupamos de la dinámica de convergencia interna entre regiones, en la que los fondos europeos han tenido una importancia clave, y de la evolución de las cuentas públicas –déficit y endeudamiento– con detalle por nivel de administración. Los vaivenes en estas dos últimas variables durante estos treinta años han sido en buena medida el motor de la modernización de su gestión. Cerramos esta sección analizando los cambios en el tejido empresarial y su convergencia con los estándares europeos, así como los procesos de internacionalización y diversificación de fuentes de financiación, muy acelerados en la última década.



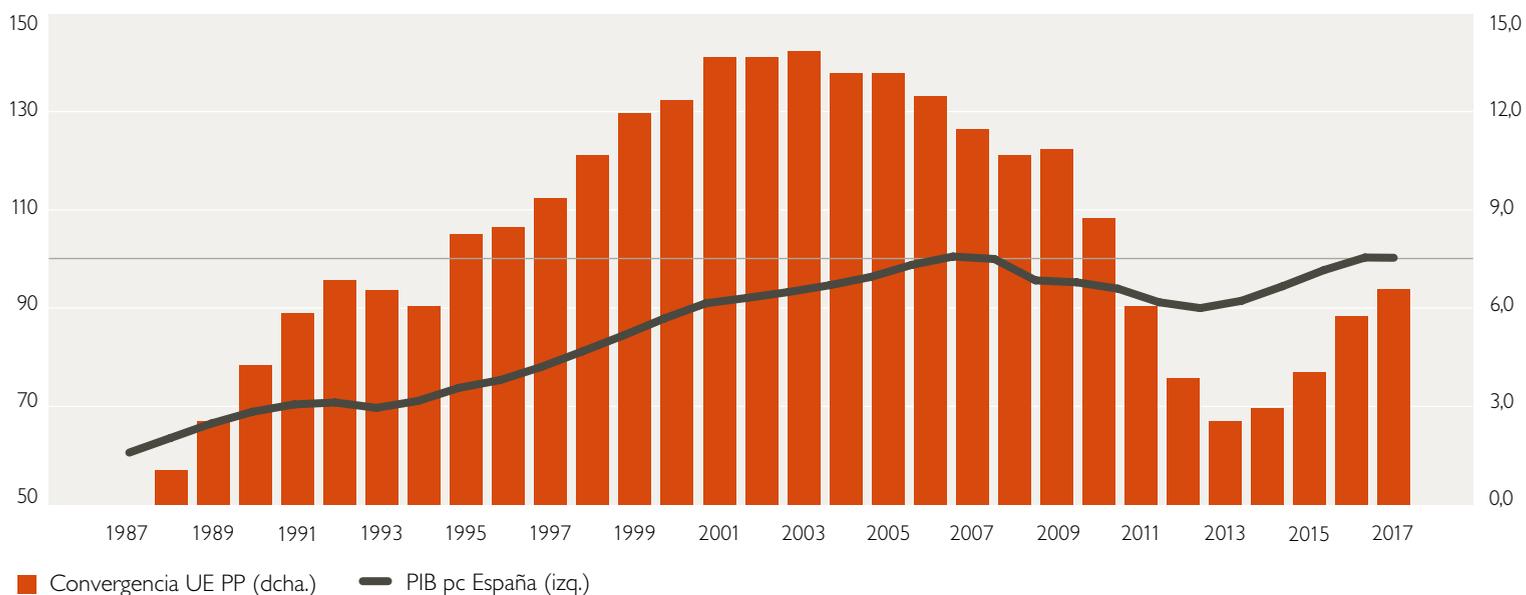
Crecimiento y convergencia de la economía en España

Daniel Fuentes
Victor Echevarría



La evolución de la economía española en las tres últimas décadas es un ejemplo exitoso no solo de crecimiento, como ha ocurrido de manera global, sino de notable convergencia con las principales economías de nuestro entorno que, recordémoslo, estaban hace treinta años entre las más prósperas del planeta. Además de la adhesión a la Comunidad Económica Europea en 1986 y la incorporación a la Unión Económica y Monetaria en 1999, el análisis del crecimiento experimentado por la economía española en los últimos treinta años obliga a señalar un hito en la crisis financiera internacional de 2008, que marca un antes y un después en la historia económica reciente. De la evolución en la estructura sectorial del VAB de la economía española se infieren cambios singulares en el comportamiento de la productividad, principal determinante del crecimiento de las economías desarrolladas en el largo plazo. La particular evolución de esta magnitud en el caso español aparece directamente vinculada con el papel del mercado laboral como variable de ajuste del ciclo económico. En este sentido, la evolución de la Productividad Total de los Factores (PTF) constituye una de las asignaturas pendientes de la economía española.

Gráfico 1. PIB per cápita de España (índice 100 = 2007) y convergencia con la UE (puntos porcentuales) en el periodo 1987–2017



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Comisión Europea (AMECO)

Pocos indicadores son tan sustantivos a la hora de evaluar el desempeño de una economía como la renta per cápita. En este sentido, la transformación de la economía española en las tres últimas décadas es un ejemplo exitoso no solo de crecimiento, como ha ocurrido de manera global, sino de notable convergencia con las principales economías de nuestro entorno que, recordémoslo, estaban hace treinta años entre las más prósperas del planeta.

En 1987, el PIB per cápita de España se situaba en unos 14.620 euros (precios constantes de 2010), mientras los de Alemania, Francia e Italia equivalían a 22.994, 22.365 y 21.371 euros respectivamente, por encima incluso de EEUU. Solo otras tres economías podían presentar entonces una renta per cápita superior, y las tres encabezaban la clasificación de las economías más prósperas del mundo por aspectos idiosincráticos que han conservado hasta el presente: Luxemburgo (27.039 euros), Suiza (24.732) y Noruega (24.716).

No cabe duda de que la gradual convergencia de la economía española con las de Alemania, Francia e Italia en los últimos treinta años está directamente relacionada con dos hitos mayores en la historia económica reciente: la adhesión como miembro de pleno derecho a la Comunidad Económica Europea (CEE) en 1986 y la incorporación a la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 1999.

La apertura definitiva de España al comercio internacional, el desarrollo del mercado común europeo, la modernización de las principales infraestructuras de comunicación (financiadas, en buena medida, con cargo a los Fondos de Cohesión europeos) y la entrada masiva de inversión extranjera directa a partir de la segunda mitad de los años 80 explican en buena medida el incremento de la renta per cápita experimentado por nuestra economía en las tres últimas décadas.

Dos décadas de crecimiento y una década perdida

Dos episodios han venido a interrumpir el incremento de la renta per cápita durante este tiempo. El primero, la recesión económica de 1993, fue moderadamente intenso y de corta duración (en 1995 ya habíamos recobrado la senda de convergencia perdida). El segundo episodio, especialmente virulento, tiene su origen en la crisis financiera internacional de 2008 y ha estado a punto de malograr el avance efectuado en las dos décadas precedentes.

El PIB per cápita de España ha pasado de los citados 14.620 euros en 1987 a unos 25.000 euros estimados por el FMI para 2017, lo que supone un incremento acumulado del 67%, pese a las severas cicatrices que la crisis de 2008 ha dejado tras de sí. Por su parte, el PIB per cápita de Alemania, que en este tiempo se ha desmarcado como la primera potencia económica euro-

pea, ha progresado un 55%, frente al 44% de Francia y el 22% de Italia. Si ponemos en relación estas tasas de crecimiento, se tiene que el PIB per cápita de España ha pasado de representar el 65,4% de Alemania, el 63,4% de Francia y el 68,4% de Italia, hace treinta años, al 70,5%, 73,8% y 93,9% respectivamente en la actualidad.

Desde 2015, el fuerte crecimiento de la economía española está permitiendo recuperar parte del terreno perdido. El efecto rebote tras la última recesión, los bajos tipos de interés como consecuencia de la política monetaria del Banco Central Europeo, la evolución favorable del tipo de cambio, el precio del petróleo, la moderación salarial y la inestabilidad geopolítica en algunos de los principales competidores del sector turístico permiten explicar, en gran parte, el mayor crecimiento de la economía española en relación al área euro. Así, se espera que el PIB per cápita en PPC de España se sitúe en el 93,6% de la UE a cierre de 2017; todavía lejos del 100,7% alcanzado en 2003, pero 4,1 puntos porcentuales mejor que en 2013.

El análisis del crecimiento experimentado por la economía española en los últimos treinta años obliga a señalar de manera singular un hito en 2007, previo a la crisis económica internacional de principios de siglo, que marca un antes y un después en la historia económica reciente.

Aunque el PIB todavía creció, hasta alcanzar un máximo anualizado en el tercer trimestre de 2008, el estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* el verano de 2007 en EEUU pasa por ser el pistoletazo de salida a la mayor recesión que haya sufrido la economía española desde la Guerra Civil. De hecho, en el tercer trimestre de 2007, se registró el mayor nivel de ocupación de la serie histórica: 20,8 millones de ocupados EPA.

Una década después, tras tres años de fuerte crecimiento y habiendo recuperado el PIB su nivel de pre-crisis, la ocupación todavía ronda los 19 millones de empleados y las estimaciones del Ministerio de Economía no prevén recuperar la cota de los 20 millones hasta 2020. Que el ajuste del empleo haya sido notablemente más drástico que el de la actividad ha tenido un impacto singular en la productividad, al que dedicamos atención particular en la última parte de este capítulo.

Desde el tercer trimestre de 2007 hasta el tercero de 2013 se encadenaron 21 trimestres de recesión, a excepción del leve respiro experimentado en los cuatro trimestres de 2010. La forma singular de esta recesión, en dos etapas bien diferenciadas, responde en cierto modo a las medidas de política económica llevadas a cabo en cada momento. Antes de 2010, con una deuda pública en el 35,5% del PIB en 2007 y una posición fiscal superavitaria en los ejercicios 2005 a 2007, predominaron los estímulos fiscales. Con posterioridad a ese año, y especialmente tras el prematuro incremento de tipos de interés por

parte del BCE en abril de 2011, la crisis adoptó una dimensión continental (EEUU evitó esta recaída, tras una pronta y decidida combinación de políticas fiscales y monetarias claramente expansivas) que dio paso a un cambio de tono de la política fiscal a escala europea. La apertura del Procedimiento por Déficit Excesivo (PDE) a España a finales de 2009 constituye el inicio de una hoja de ruta marcada por la austeridad fiscal que, con la importante excepción de los estímulos aplicados en 2015, se ha extendido prácticamente hasta la actualidad.

Cambios en la estructura productiva: demanda agregada, oferta y empleo

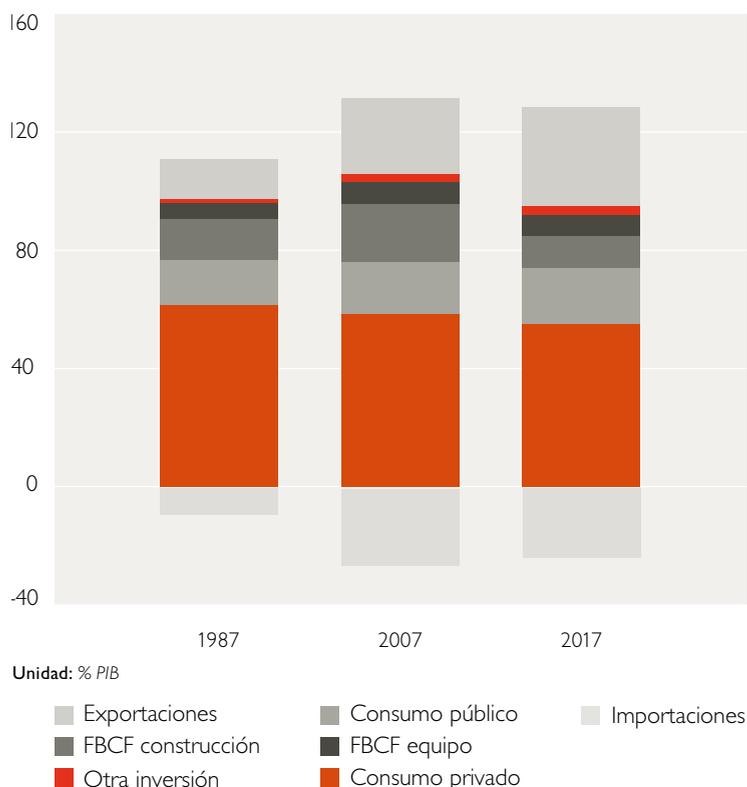
Las transformaciones experimentadas por la economía española durante las tres últimas décadas han dejado su huella en la estructura del PIB, tanto desde el punto de vista de la demanda agregada como de la oferta, también del empleo, cuya evolución resulta útil para caracterizar los cambios habidos en la composición del crecimiento.

Estructura de la demanda agregada

Si atendemos a la demanda agregada (gráfico 2), el consumo ha venido explicando unas tres cuartas partes del crecimiento, un peso que apenas se ha visto alterado en la secuencia 1987/2007/2017. Su composición, en cambio, refleja una disminución gradual del consumo privado, al tiempo que un incremento del gasto en consumo de las administraciones públicas. Esto responde, esencialmente, al singular punto de partida del sector público español, cuyo peso en la economía sigue siendo inferior al promedio del área euro (18,8% frente a 21% en 2017). Este menor peso del gasto público en la demanda agregada, a pesar del progresivo desarrollo del Estado de bienestar desde los años ochenta, está relacionado con el volumen de ingresos de las administraciones públicas españolas, en torno a ocho puntos de PIB inferior al promedio del área euro.

En paralelo al desarrollo de un tejido empresarial acorde con los estándares competitivos de una economía cada más abierta al mundo, la inversión en bienes de equipo ha venido ganando importancia en el cómputo de la demanda agregada, habiendo recuperado actualmente la participación en el PIB que registraba con anterioridad a la crisis de 2008. La inversión en construcción, por su parte, ha dejado una huella indeleble en las series históricas de contabilidad nacional, llegando a aportar cerca de un 20% del PIB en el año 2007, desde niveles del 13% dos décadas antes, para reducirse aproximadamente al 10% en 2017. La inversión relacionada con la propiedad intelectual y otros intangibles, cuyo prota-

Gráfico 2. Cambios en la composición de la demanda agregada



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Comisión Europea (AMECO)

gonismo es menor en las series históricas, viene incrementado su relevancia y presumiblemente lo hará cada vez más, de la mano de la digitalización creciente de la economía.

Por sectores, aunque la inversión privada muestra signos de recuperación gradual desde los mínimos registrados en 2014, todavía se encuentra lejos del máximo observado en 2007 (sobrealimentado por la burbuja inmobiliaria). La inversión pública, por su parte, sigue en mínimos históricos, representando actualmente unos dos puntos de PIB frente al máximo de cinco puntos alcanzado en 2009 y, lo que es más significativo, frente a los aproximadamente cuatro puntos que representaba en el período anterior a la burbuja inmobiliaria. Esta partida presupuestaria ha concentrado el mayor peso del ajuste fiscal efectuado por las administraciones públicas en el período de crisis. Sin lugar a duda, los componentes que mejor describen la transformación experimentada por la demanda agregada de la economía española durante este tiempo son las rúbricas del sector exterior, que han venido a compensar el ajuste de la construcción en el período 2007 a 2017.

Las exportaciones han pasado de representar un 13% del PIB hace treinta años a más de un 33% en la actualidad, con un

crecimiento prácticamente ininterrumpido que no responde únicamente a los ingresos obtenidos por la exportación de servicios relacionados con el turismo (rasgo estructural de nuestra economía), sino también a servicios técnicos y de consultoría empresarial, en los sectores del transporte y de las tecnologías de comunicación principalmente. Este último fenómeno, observado de manera significativa en el período 2007 a 2017, responde a la internacionalización de las grandes empresas españolas, forzadas a buscar nuevos mercados a raíz de la crisis de 2008 en una economía cada más globalizada.

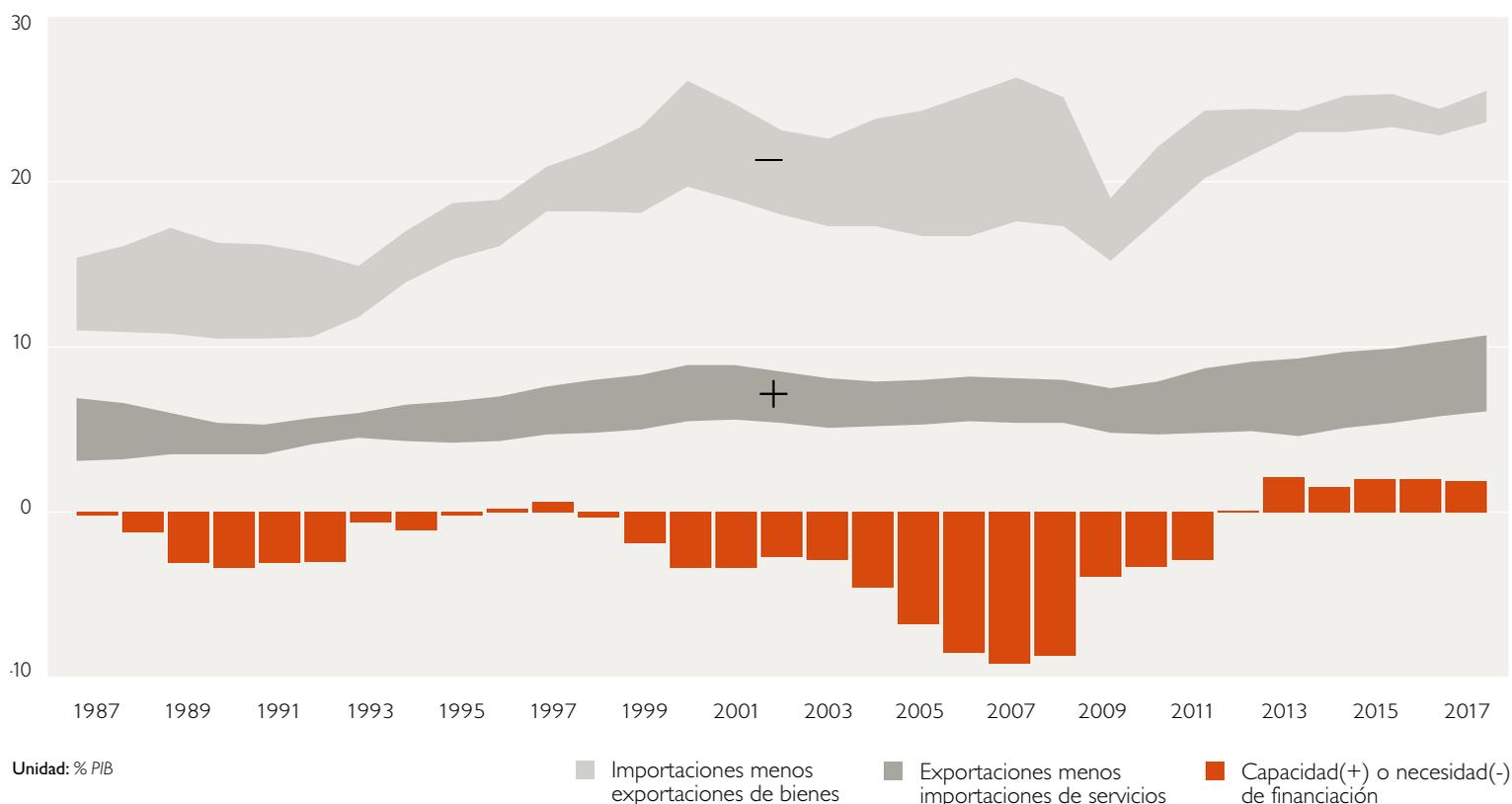
En los veinte años que transcurren aproximadamente entre la incorporación de España a la CEE y la crisis de 2008, las importaciones de bienes y servicios triplicaron su peso en el PIB, desde casi el 11% en 1987 a cerca del 32% en 2007. La fortaleza de la demanda interna durante el período de boom crediticio de inicios de siglo explica en buena medida el desajuste del sector exterior de la economía española, cuya necesidad de financiación llegó a representar cerca del 10% del PIB en 2007 (gráfico 3). Desde entonces, la contención de las importaciones junto con el incremento sostenido de las exportaciones ha permitido un ajuste exterior sobresaliente, de modo que la capacidad de financiación actual de la economía española equivale a un 2% del PIB. Por el camino, como cicatriz del desequilibrio exterior acumulado a principios de siglo, la deuda externa se sitúa todavía en torno al 85% del PIB.

Distribución sectorial del VAB y del empleo

En cuanto a la distribución sectorial del VAB (gráfico 4), los cambios experimentados durante estas tres décadas nos hablan de una economía cada vez más terciarizada. Los servicios han pasado de generar el 60% del VAB en 1987 al 74% en 2017 (a un ritmo creciente de 0,5 puntos de PIB al año), sin que el hito de 2007 haya interrumpido esta evolución. Esto último, a pesar de la pérdida de peso de las actividades financieras y de seguros, que actualmente generan el 3,5% del VAB (frente a un máximo del 5,4% hace diez años). El testigo ha sido recogido de manera transversal por el resto de actividades del sector servicios.

El incremento del peso de las actividades relacionadas con los servicios sobre el VAB total de la economía responde a una dinámica global, en la que el sector primario y la industria pierden importancia relativa en la generación de valor añadido. Si hace treinta años la agricultura, la ganadería y la pesca aportaban cerca del 6% del VAB, a principios de siglo pesaban ya menos del 3%, proporción similar en las principales economías de nuestro entorno. La industria, tras la reconversión de los años ochenta, década en la que representaba más de una cuarta parte de la riqueza generada anualmente, aporta en torno a un 18%

Gráfico 3. Exportaciones e importaciones de bienes y servicios frente a capacidad o necesidad de financiación de la economía española al resto del mundo



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Comisión Europea (AMECO)

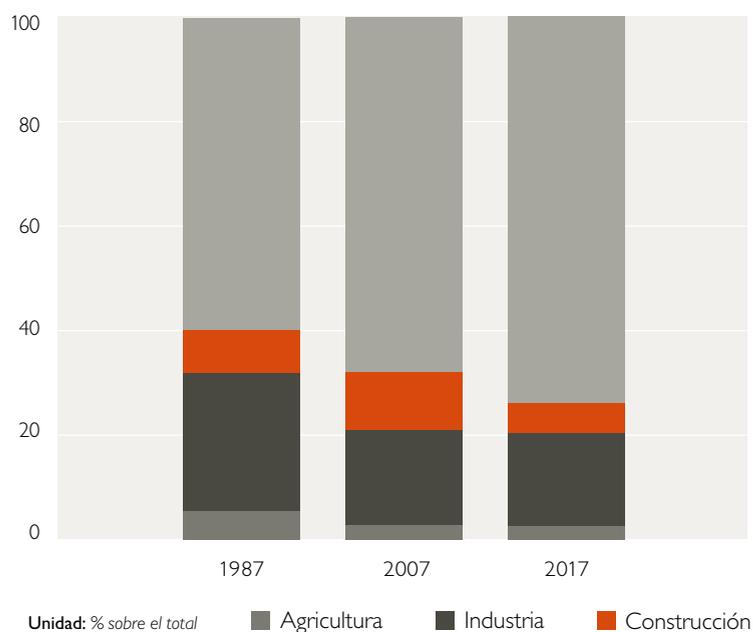
del VAB en la actualidad, ajuste de carácter estructural (observado también en otras economías como la francesa y la italiana) en el que la última crisis no ha tenido relevancia mayor.

Un ajuste singular, vinculado directamente al ciclo expansivo de la vivienda en los años del boom crediticio, es el que ha afectado al sector de la construcción. Considerado, por sus efectos de arrastre, como uno de los motores de crecimiento de la economía española (junto al turismo), llegó a aportar casi el 12% del VAB en vísperas de la crisis de 2008, frente a un promedio del 9% en la década de 1987 a 1997. La abrupta contracción del sector ha situado su aportación al VAB por debajo del 6% en la actualidad, nivel comparable al observado en otras economías de nuestro entorno. La corrección del subsector de la vivienda parece haberse completado, dando muestras del inicio de un nuevo ciclo expansivo que parece venir acompañado de rasgos singulares que lo diferencian del período 2004-2008: i) en lugar de ser generalizado, desde un punto de vista geográfico, muestra en la actualidad señales de calentamiento únicamente en las grandes urbes

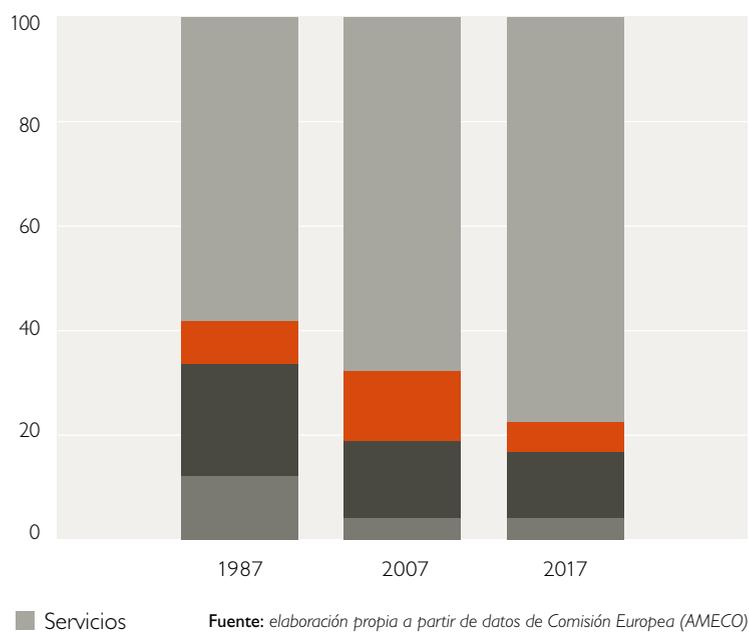
y en puntos situados en el levante mediterráneo (donde la demanda por motivos de residencia principal responde mejor a unos fundamentales que, en el conjunto del país, no terminan de ser suficientemente robustos); ii) el mercado del alquiler, raquítrico en las dos décadas anteriores, exhibe un mayor vigor que en el pasado; y iii) las señales de incremento de la actividad constructora no se limitan a la vivienda, sino que se extienden al subsector inmobiliario no residencial (locales comerciales), lo que presumiblemente responde a una demanda de naturaleza inversora.

Los cambios observados en el empleo (gráfico 4), medido en ocupados equivalentes a tiempo completo, replican lo sucedido con la distribución sectorial del VAB: i) ajuste en los sectores primario y secundario, especialmente en las décadas de los ochenta y los noventa; ii) sobredimensión y posterior corrección de la construcción, a raíz de la crisis de 2008; y iii) sobresaliente e ininterrumpida terciarización, con un sector servicios que concentra cerca del 78% del empleo en la actualidad frente al 58% hace treinta años.

Gráfico 4. Distribución sectorial del VAB



Distribución sectorial del empleo ETC



Distribución sectorial de la productividad

De la evolución en la estructura sectorial del VAB y del empleo se infieren cambios en la productividad que han jalonado estas tres décadas, en las que el hito de 2007 también ha dejado su huella (gráfico 5).

La progresiva modernización del sector primario ha venido acompañada de un incremento casi constante de la productividad, si bien en dos fases claramente diferenciadas. En la primera, desde los años ochenta hasta inicios de los años 2000, su productividad experimentó un incremento superior al 70% (desde 20.400 euros en 1987 a 35.100 en 2003, a precios constantes de 2010). En la segunda, como cabe esperar de un sector que ha recuperado su déficit de modernización, las ganancias de productividad han sido marginales, evolucionando desde principios de siglo en torno a 35.000 euros anuales por ocupado equivalente a tiempo completo.

En la industria, al contrario que en el sector primario, el comportamiento de la productividad fue prácticamente plano hasta inicios de siglo, para tomar posteriormente una senda de crecimiento acelerado. Concretamente, la productividad de la industria entre 1987 y 2002 permaneció estancada en torno a los 55.000 euros anuales por ocupado equivalente a tiempo completo. Desde entonces ha experimentado un incremento cercano al 30%, para situarse en la actualidad por encima de los 80.000 euros.

El único de los grandes sectores de actividad que no ha experimentado una mejora significativa de la productividad aparente del trabajo durante estas tres décadas ha sido la construcción. De hecho, partiendo de niveles comprendidos en 45.000 y 50.000 euros por ocupado en la década de los ochenta y principios de los noventa, se redujo hasta los 42.000 en vísperas de la crisis de 2008 (como consecuencia de la burbuja inmobiliaria). El fuerte ajuste de actividad experimentado por el sector en los últimos años ha elevado su productividad por encima de los 55.000 euros, incremento que viene explicado por la fuerte destrucción de empleo. Presumiblemente, en la medida en que la actividad de la construcción tienda en los próximos años a su normal histórica de pre-crisis, es de esperar que el incremento del empleo tenga un efecto corrector de la productividad (que, en la actualidad, se sitúa en niveles similares o incluso superior a las actividades del sector servicios).

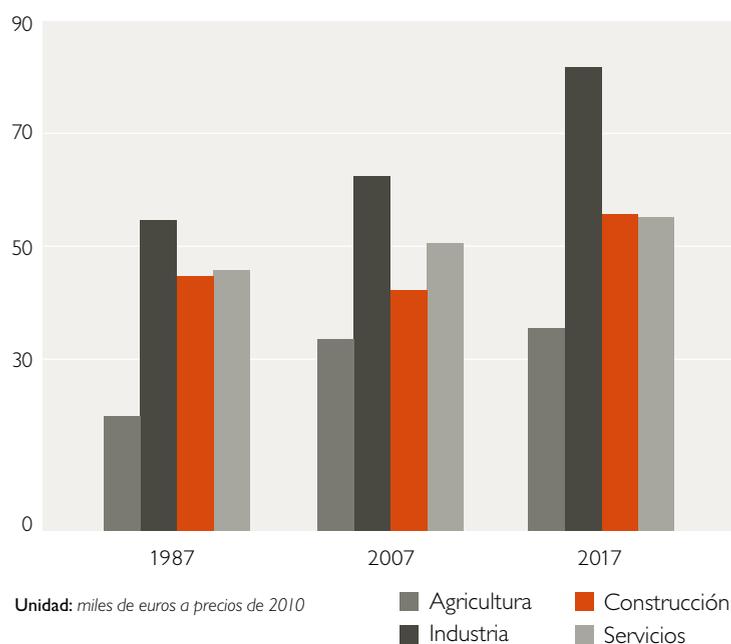
Es el sector servicios el que, debido a su creciente tamaño, condiciona en mayor medida los indicadores de productividad del conjunto de la economía. Su productividad pasó de unos 46.200 euros por ocupado en 1987 a poco más de 51.000 en 2007, a un ritmo promedio anual acumulativo de 0,5%. Al igual que ha sucedido con la construcción, la productividad en el sector de los servicios ha experimentado una aceleración notable en la última década, hasta el 1% promedio anual acumulativo estimado para el periodo 2008-2017.

Empleo, productividad y crecimiento

La evolución de la productividad en el conjunto de la economía española es singular en el contexto internacional (cuadro 1), con rasgos ciertamente idiosincráticos: i) bajo nivel, ii) débil crecimiento, iii) tendencia a evolucionar de manera contraria al ciclo (la productividad crece en fase recesivas y se contrae en fases expansivas). En concreto, España fue, entre las principales economías desarrolladas, la que experimentó un menor crecimiento de la productividad en las dos décadas precedentes a la crisis de 2008 (0,8% promedio anual acumulativo, aproximadamente la mitad del promedio de grandes economías) y, al mismo tiempo, la que con una tasa del 1,3% ha experimentado el mayor incremento desde entonces (frente al 0,9% de los Estados Unidos y el 0,5% de Japón y Alemania).

La particular evolución de la productividad de la economía española en las tres últimas décadas está directamente vinculada con el papel del mercado laboral como principal variable de ajuste del ciclo económico. De hecho, si se atiende a los determinantes del crecimiento en estos treinta años, el factor preponderante ha sido la ocupación y, en menor medida, la evolución de la tasa de actividad. La insuficiente contribución de la productividad al crecimiento del PIB (gráfico 6) constituye un rasgo endémico de la economía española.

Gráfico 5. Productividad aparente del trabajo por sectores



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Comisión Europea (AMECO)

Cuadro 1. Crecimiento medio anual acumulativo de la productividad por ocupado

%	1987-2007	2008-2017
Estados Unidos	1,8	0,9
Reino Unido	1,8	0,2
Japón	1,7	0,5
Francia	1,5	0,5
Alemania	1,5	0,2
Italia	1,3	-0,2
España	0,8	1,3

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Comisión Europea (AMECO)

Sirva de ejemplo que, en la fase expansiva de 1994 a 2007, el PIB de España creció a una tasa promedio anual acumulada del 2,5%, mientras la productividad disminuyó el 0,2% anual. Al contrario, en la fase recesiva de 2008 a 2013, el PIB disminuyó a una tasa promedio anual acumulada del 1,9%, mientras la productividad aumentaba el 1,8% anual.

Conviene señalar que el singular comportamiento de la productividad agregada del conjunto de la economía española no responde principalmente a una mejora o a un deterioro de sus fundamentales teóricos, sino esencialmente al ajuste del factor trabajo. El incremento acumulado de la productividad aparente del trabajo (VAB generado por cada empleo equivalente a tiempo completo) desde 1987 a 2017 se estima en unos 16.800 euros a precios constantes de 2010 (+35% en el acumulado de los treinta años), de los que más de 11.000 euros se explican directamente por la intensidad del capital por trabajador y unos 5.000 euros responderían a una mejora de la Productividad Total de los Factores (PTF) estimada de acuerdo al modelo de Solow (gráfico 7).

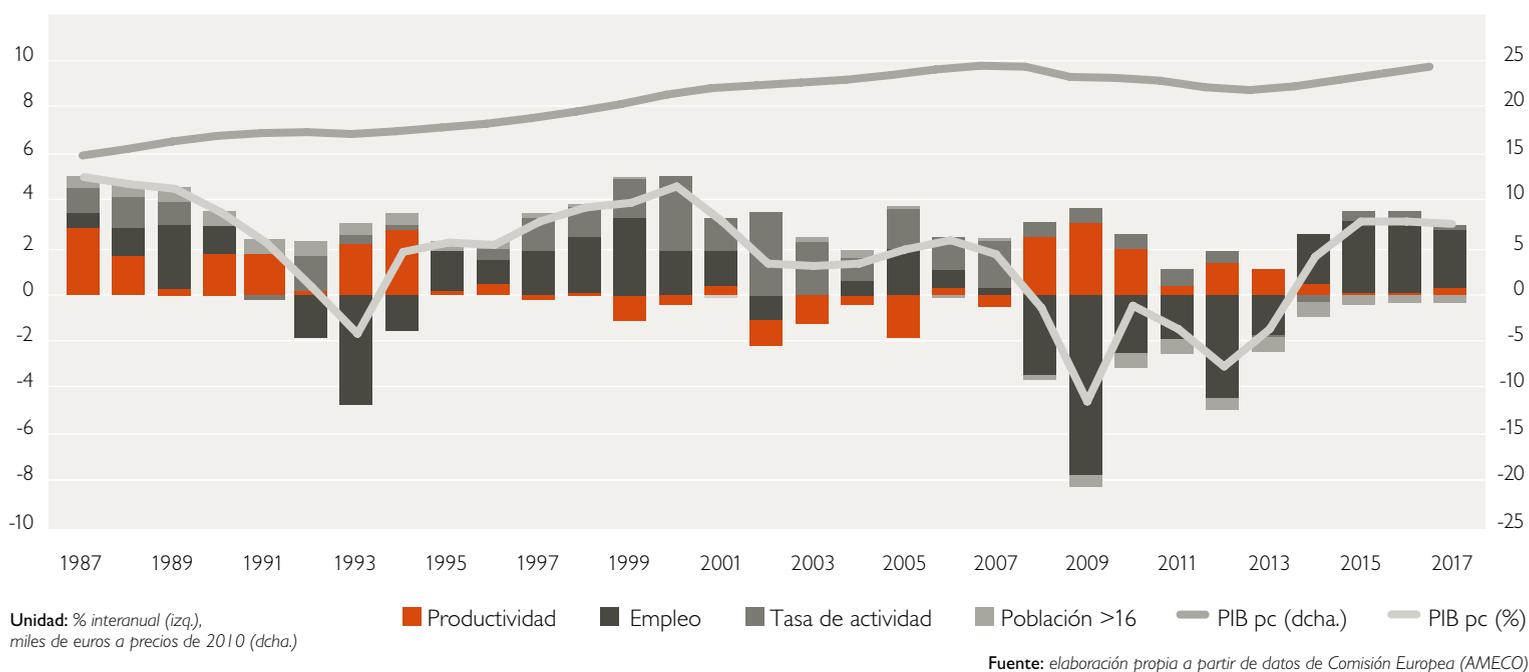
La evolución de la PTF constituye, desde el punto de vista del crecimiento, una de las asignaturas pendientes de la economía española. No solo penaliza el crecimiento potencial, sino que supone un doble lastre para el mercado laboral. Por una parte, contribuye a que el empleo actúe como variable de ajuste, acentuando los efectos del ciclo; por otra, supone un lastre para la mejora sostenida del poder adquisitivo, toda vez que la indexación salarial ha demostrado sus efectos perniciosos en el pasado.

Conclusiones

Un rasgo característico del proceso de convergencia de la economía española es que ha venido sustentado por un crecimiento económico que, siendo notable, adolece de un marcado carácter pro-cíclico. En fases de expansión, la economía española tiende a acumular grandes desequilibrios macroeconómicos que terminan por pasar factura de manera especialmente intensa en las fases de recesión. Entre 1987 y 2007, el PIB per cápita en PPC de España creció al 5,1% en promedio anual (4,5% en UE), experimentó un retroceso del -0,6% anual entre 2008 y 2013 (+1,1% en UE) y viene expandiéndose al 4,7% desde 2014 a 2017 (3,3% en UE).

Corregir esta tendencia procíclica, con una mejor adecuación de las políticas económicas necesarias en cada momento (destinadas a evitar el recalentamiento en fases expansivas y a amortiguar el impacto de las fases recesivas); mantener una competitividad precio que no penalice la mejora sostenida del poder adquisitivo de los salarios (algo que pasa por mejorar la productividad: innovación, digitalización, especialización, formación, gestión empresarial, tamaño de las PYMES); y velar por una distribución de la renta más equitativa son algunos de los desafíos que, de ser exitosos, deberían permitir un crecimiento más inclusivo que el actual y una progresiva convergencia con la renta per cápita europea.

Gráfico 6. Evolución del PIB per cápita y aportaciones, 1987-2017



Bibliografía

Analistas Financieros Internacionales (Afi) (2015): *Guía del Sistema Financiero Español* (7ª Edición). Afi Escuela de Finanzas, Madrid. Obra dirigida por D. Manzano D. y F. J. Valero.

Analistas Financieros Internacionales (Afi) (2009): *España en contraste: crecimiento económico (Vol. II)*. Afi Escuela de Finanzas, Madrid. Obra dirigida por E. Ontiveros; J.F. Valero y S. Baliña

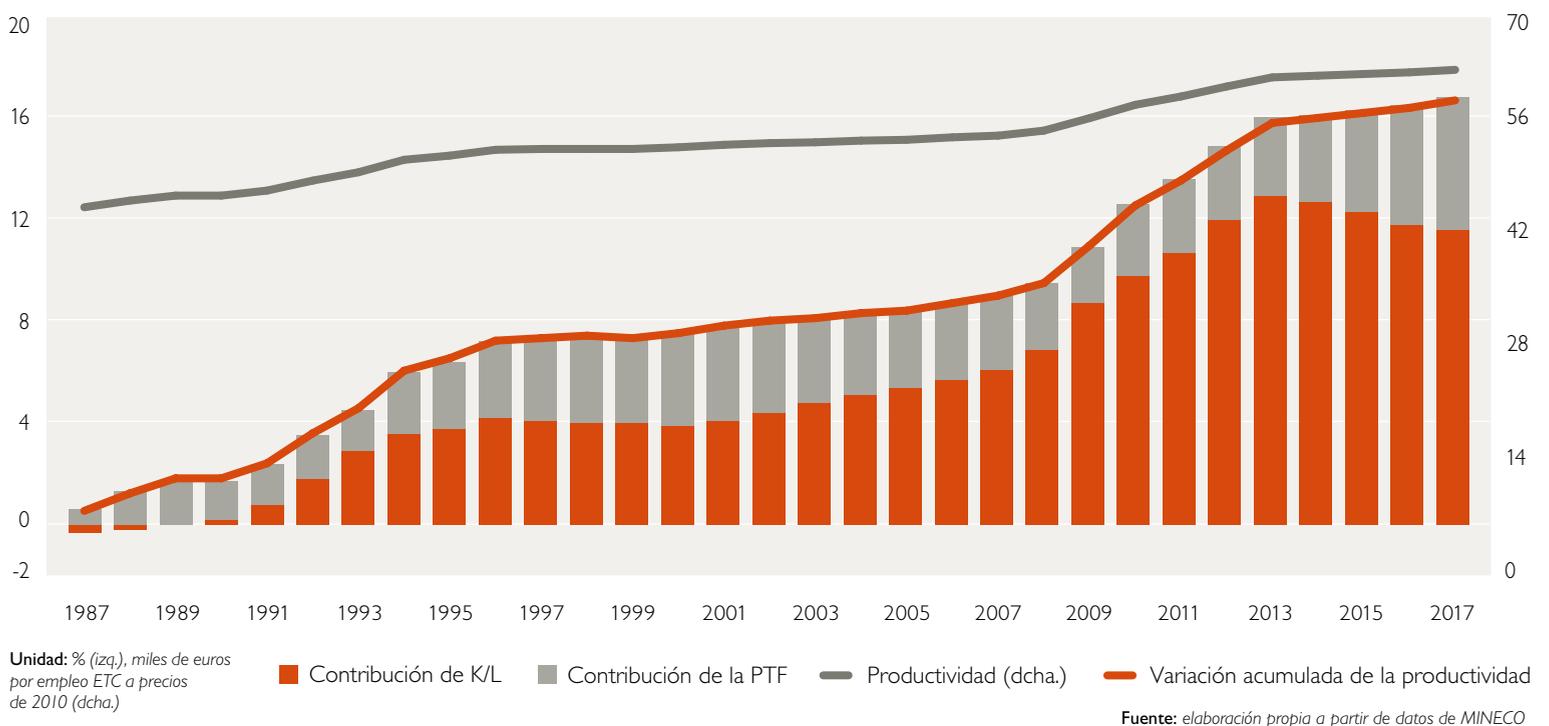
Analistas Financieros Internacionales (Afi) (2004): *1987-2003, Integración económica y financiera de España*, Escuela de Finanzas Aplicadas, Madrid. Obra dirigida por E. Ontiveros.

Fuentes, D. (2017): *Veinte años de convergencia y una década perdida. Renta per cápita 1987-2017*, Empresa Global, N°. 174. Analistas Financieros Internacionales, Madrid.

Ontiveros, E. (2007): "Sostenibilidad y convergencia real. Un balance", *Revista Economistas* N°. 111. Colegio de Economistas de Madrid, Madrid.

Ontiveros, E. (1990): *La apertura financiera al exterior de la economía española*. Colegio de Economistas de Madrid, Madrid.

Gráfico 7. Variación acumulada de la productividad aparente del trabajo, 1987-2017







Evolución regional en España

César Cantalapedra
Ricardo Pedraz



El presente artículo aborda la evolución de España en estos treinta años de referencia desde el punto de vista de la economía regional. En este período dos hechos pueden ser destacados en cuanto a su incidencia en la estructura regional. Por un lado el constante proceso de descentralización que han tenido las competencias administrativas de los Gobiernos de las Comunidades Autónomas, alcanzando en la actualidad uno de los mayores niveles de autonomía en el conjunto de países occidentales. Por otro lado, la incorporación de España primero a la Comunidad Económica Europea y posteriormente a la Unión Europea, que ha supuesto una aportación extra a las arcas públicas regionales de gran importancia. Finalmente, el análisis de su evolución macroeconómica muestra que no todas las regiones han evolucionado con un mismo patrón. Muy al contrario, la tónica ha sido la heterogeneidad entre regiones y escasos avances en convergencia.

Hace treinta años la economía española se encontraba, al igual que en la actualidad, en un proceso álgido de actividad y de creación de empleo, con ritmos de crecimiento que superaron el 5% en 1987 y 1988. La adhesión al Mercado Común y las expectativas de convergencia nominal con los socios europeos propiciaron la entrada de intensos flujos de capital y el inicio de la modernización de nuestra economía y de las instituciones.

Aunque con diferencias significativas entre territorios, los registros de todas las regiones se situaban por encima del 3%, liderados por la España insular, el eje del Ebro y la costa mediterránea –con ritmos de crecimiento cercanos al 6%–. Por aquellos tiempos, las zonas más estancadas eran las afectadas por la reconversión industrial, fundamentalmente toda la cornisa cantábrica desde Galicia al País Vasco, que crecían casi la mitad que la media nacional.

Las brechas de crecimiento acumuladas eran también sintomáticas de una clara diferenciación entre el oeste y centro de España –con la excepción de Madrid– y la franja este, mucho más dinámica y donde alguna región, como Baleares, más que doblaba en renta a las más deprimidas –es el caso de Extremadura, Galicia, las dos Castillas o Andalucía–. Por debajo de la media es de reseñar que se encontraba País Vasco, con casi 40 puntos porcentuales menos que Cataluña o Madrid, regiones que marcaban diferencias con las restantes.

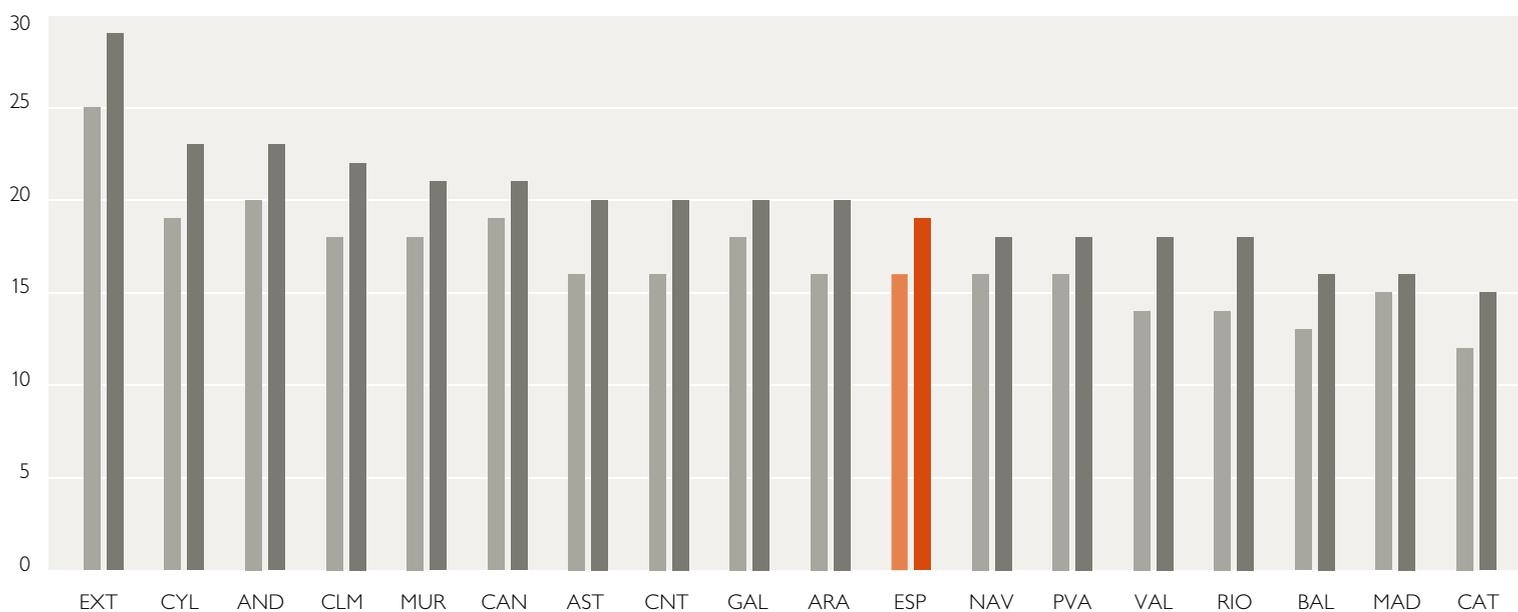
Es evidente que se aprecian algunos elementos comunes con respecto al período actual, pero hay otros que ponen de

manifiesto cambios notables respecto a la posición de partida. La economía española en los últimos treinta años ha protagonizado transformaciones de gran alcance que han influido de forma heterogénea sobre el conjunto de los territorios. En primer lugar, la entrada en la Comunidad Económica Europea (CEE) permitió a España beneficiarse de ingentes cantidades de fondos europeos aportados por el presupuesto comunitario. Dichos fondos se han distribuido de forma desigual entre Comunidades Autónomas, ya sea por las trasferencias recibidas a través de los denominados estructurales, ya sea por las grandes infraestructuras planificadas desde el Gobierno central y financiadas mayoritariamente con recursos europeos.

En segundo lugar, y coincidiendo en el tiempo, se comienza a diseñar la descentralización del Estado y de gran parte de sus competencias en una España con tres velocidades: las Haciendas Forales (País Vasco y Navarra), las Comunidades Autónomas reconocidas como *históricas* en el artículo 151 de la Constitución (Galicia, Canarias, Andalucía, Cataluña y la Comunidad Valenciana) y el resto de territorios (los del artículo 143).

En ambos casos uno de los objetivos fundamentales de la financiación recibida por los Gobiernos regionales era y es facilitar la convergencia real entre territorios. En el caso de la financiación comunitaria de forma explícita en función de la renta per cápita, y en el caso de la financiación autonómica, a través de los diferentes mecanismos de nivelación (vertical y horizontal) que se han ido incorporando en los diferentes modelos.

Gráfico 1. Peso del sector público en el VAB de las CC. AA.



Unidad: % CC. AA.

■ 2000 ■ 2016

Fuente: MINHAFPI, IGAE

Cuadro 1. Peso del gasto público según niveles de la Administración Pública

Gasto de las administraciones públicas (% gasto público sobre PIB)	1981	1990	1988	2009	2016
Administración Públicas Centrales + Seguridad Social	29,51	25,19	24,26	21,03	21,11
Entes territoriales					
Comunidades autónomas	1,00	7,74	10,20	15,52	12,47
Entidades locales	3,29	5,36	5,50	5,85	4,32
Total Administraciones Públicas	33,80	38,29	45,80	42,40	37,90

Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (MINHAFP), IGAE y Comisión de Expertos para la revisión del modelo de Financiación Autonómica

Cuadro 2. Recursos no financieros de las Comunidades Autónomas (sistema de financiación y otros recursos)

Comunidad Autónoma	1986		1991			1996			2001		
	Recursos propios	Total	Recursos propios	Financiación incondicionada + condicionada	Total	Recursos propios	Financiación incondicionada + condicionada	Total	Recursos propios	Financiación incondicionada + condicionada	Total
Andalucía	68,5	3.494,3	1.294,5	7.407,5	8.702,0	737,1	10.666,2	11.403,2	101,7	16.743,3	16.854,1
Aragón	9,0	180,1	157,0	331,7	488,7	132,8	634,2	767,0	1,1	1.899,5	1.900,6
Asturias	10,1	153,8	73,1	407,4	480,4	45,9	583,8	629,7	94,8	1.714,7	1.809,5
Baleares	-	81,8	83,2	154,4	237,6	29,1	286,0	315,0	85,9	1.018,3	1.104,2
Canarias	83,4	520,5	281,9	1.037,9	1.319,8	273,5	2.403,4	2.676,9	332,1	3.511,9	3.844,0
Cantabria	-	99,7	89,1	200,5	289,6	-16,0	290,6	274,6	31,9	869,9	901,7
Castilla-La Mancha	6,0	444,0	92,7	850,0	942,7	52,2	1.374,6	1.426,8	32,7	3.515,7	3.548,4
Castilla-León	18,0	393,2	196,3	830,7	1.027,1	53,7	1.725,9	1.779,6	-1,3	4.401,5	4.400,2
Cataluña	112,9	3.080,6	626,2	6.361,5	6.987,8	1.240,2	9.143,9	10.384,1	498,3	14.209,2	14.707,5
Extremadura	-	203,2	100,8	452,6	553,3	99,3	913,2	1.012,5	332,1	2.131,0	3.844,0
Galicia	9,7	935,4	447,2	2.829,2	3.276,4	228,0	4.450,4	4.678,4	20,2	6.536,1	6.556,3
La Rioja	-	42,1	51,7	102,5	154,2	4,0	157,9	162,0	27,9	444,9	472,9
Madrid	-5,5	730,3	261,2	1.176,0	1.437,2	243,0	1.952,3	2.195,3	1.321,6	5.776,2	7.097,8
Murcia	15,9	123,4	84,0	291,1	375,1	12,3	487,7	500,0	4,6	1.482,8	1.486,8
Valencia	55,8	1.091,4	677,6	3.717,7	4.395,3	275,0	5.527,8	5.802,7	691,4	8.519,6	9.211,0
Navarra	-	273,7	84,6	990,0	1.074,6	-4,7	1.325,5	1.320,8	-5,3	1.881,5	1.876,2
País Vasco	82,0	917,9	129,8	2.645,8	2.775,5	210,7	3.977,2	4.187,9	5.417,6	-136,3	5.281,4
Total	466,5	12.762,3	4.731,0	29.786,3	34.517,3	3.616,1	45.900,6	49.516,7	8.987,2	74.519,9	84.896,5

Fuente: MINHAFP

Cabe preguntarse no obstante, sobre los resultados de estas políticas reequilibradoras de los recursos de las administraciones públicas y el efecto en la reducción de diferencias territoriales en términos de riqueza y/o de renta per cápita. Bien es cierto que hay muchos otros factores difíciles de aislar como la calidad de la gestión de las políticas públicas o de la planificación estratégica de los diferentes Gobiernos regionales. Y por otro lado, el peso del sector público tampoco es equivalente porque en algunas CC. AA. representa en torno al 15% cuando en otras se aproxima a un 30% del valor añadido bruto. No se trata, por lo tanto, de buscar si ha existido una relación directa entre la dimensión o importancia de las transferencias de recursos públicos y la generación de riqueza en cada territorio, pero sí de constatar si realmente se ha producido una convergencia nominal entre las regiones en paralelo a dos fenómenos determinantes en las políticas económicas de nuestro país que requieren una revisión histórica. En primer lugar, la descentralización política y del

gasto público en las regiones; y en segundo lugar, la integración en la CEE –posteriormente Unión Europea (UE)–, con las implicaciones financieras que conllevan en ambos casos.

La descentralización regional y la financiación autonómica

Es bien conocido que el Estado español es uno de los más descentralizados del mundo y que su recorrido durante los últimos treinta años ha sido gradual, con un modelo que se ha ido diseñando y perfilando en varios procesos de negociación, 1986, 1992, 1996, 2001 y 2009. En todos ellos, a medida que el modelo ha ganado en complejidad, los acuerdos solo se han podido alcanzar con aportaciones adicionales del Estado para que ningún territorio perdiera recursos.

No puede establecerse una relación directa entre los recursos del sistema de financiación regional y el crecimiento económico. Sin embargo no por ello hay que dejar de subrayar que

Cuadro 3: Recursos no financieros de las Comunidades Autónomas de régimen común (sistema de financiación y otros recursos)

Comunidad Autónoma	2002		2009			2014			Incremento 2002-2014
	Recursos tributarios + no tributarios	Total	Recursos tributarios + no tributarios	Otros recursos	Total	Recursos tributarios + no tributarios	Otros recursos	Total	
Andalucía	13.464,76	16.615,63	15.895,20	5.501,50	21.396,70	17.534,21	3.875,94	21.410,15	28,9%
Aragón	2.416,52	3.078,14	3.049,31	1.047,72	4.097,04	3.257,07	890,10	4.147,17	34,7%
Asturias	2.038,54	2.698,53	2.355,08	816,17	3.171,25	2.594,72	573,46	3.168,17	17,4%
Baleares	1.533,93	1.748,91	1.972,82	764,96	2.737,78	1.990,95	945,98	2.936,93	67,9%
Canarias	3.256,14	4.044,71	3.740,23	1.386,60	5.126,82	4.039,80	1.397,33	5.437,13	34,4%
Cantabria	1.181,85	1.371,23	1.485,00	259,46	1.744,47	1.656,98	216,54	1.873,52	36,6%
Castilla y La Mancha	3.369,24	4.661,60	4.301,61	1.766,20	6.067,81	4.510,61	1.568,47	6.079,08	30,4%
Castilla y León	4.989,41	6.763,02	5.623,67	2.165,97	7.789,64	6.084,72	1.706,01	7.790,73	15,2%
Cataluña	12.111,47	13.507,98	16.918,05	4.188,67	21.106,71	17.258,80	2.565,51	19.824,32	46,8%
Extremadura	2.198,01	3.200,01	2.397,96	1.396,92	3.794,88	2.767,24	1.156,90	3.924,15	22,6%
Galicia	5.301,41	6.297,22	6.063,99	1.469,17	7.533,16	6.767,21	1.213,03	7.980,25	26,7%
La Rioja	599,93	723,83	750,86	136,26	887,13	882,50	143,32	1.025,83	41,7%
Madrid	9.594,89	10.427,62	13.185,04	2.168,29	15.353,33	13.318,50	935,47	14.253,97	36,7%
Murcia	2.019,31	2.442,50	2.653,95	797,79	3.451,74	2.833,63	779,25	3.612,88	47,9%
Valencia	7.241,76	8.098,61	8.980,66	1.995,80	10.976,46	8.745,61	2.147,39	10.893,01	34,5%
Total	20.706,52	24.714,24	24.875,86	7.497,30	32.373,16	26.279,82	6.023,33	32.303,15	30,7%

Fuente: MINHAF

las tres Comunidades Autónomas identificadas como las más infrafinanciadas, al menos desde 2009, período en el que además ha coincidido la crisis, son las que menos han avanzado en términos absolutos y relativos en renta per cápita.

El período de referencia es reducido porque el fenómeno de la descentralización es bastante reciente. Baste decir que a principios de los ochenta el gasto de las CC. AA. apenas representaba el 3% del total del gasto público, menos de un tercio incluso que el gasto ejecutado por los ayuntamientos. Pero desde entonces, los últimos treinta años han servido para ir definiendo el marco financiero en el que se ha desarrollado el estado autonómico, que actualmente ostenta el mayor peso de las competencias en el gasto público, si excluimos la Seguridad Social. Aunque el 1 de octubre de 1980 apareció publicada en el Boletín Oficial del Estado la Ley Orgánica de Financiación de las CC. AA. –LOFCA– en la que se recogían los recursos para financiar sus competencias, el proceso de traspaso de las mismas se alargó seis años, y no fue hasta enero de 1987 cuando entró en vigor el primer modelo de financiación, aprobado para el quinquenio 1987-91.

La LOFCA disponía desde su entrada en vigor que la actividad financiera de las comunidades autónomas se ejerciera de acuerdo a los principios de equilibrio económico, de suficiencia de recursos y de solidaridad entre las diversas regiones, pero las discrepancias han sido continuas en su interpretación por parte del Estado y las diferentes CC. AA.

La distribución de recursos no ha sido homogénea ni entre territorios ni en el tiempo, porque también las diferentes CC. AA. tienen una dimensión y características geográficas y poblacionales bien distintas. Objetivar estas diferentes necesidades de gasto para respetar los principios que inspiraron la LOFCA lógicamente no es un ejercicio sencillo ni fácilmente observable. Aunque desde su primera redacción se dotó a las CC. AA. de diferentes recursos (impuestos y tasas propios, tributos cedidos,

total o parcialmente por el Estado, transferencias y asignaciones de los Presupuestos Generales del Estado, entre otros, además de reconocer la capacidad para financiarse con operaciones de crédito), el debate sobre el reparto ha sido una constante y el resultado no ha sido siempre sustentado en argumentos equitativos, porque es evidente que ha influido la capacidad de negociación o el oportunismo político en cada momento del tiempo. Las discrepancias no han venido únicamente por el lado de los ingresos. Un elemento crítico para comprender buena parte de las divergencias que se han generado a lo largo del tiempo se debe a los criterios de valoración de las necesidades de cada CC. AA. En lugar de evaluar de forma objetiva el gasto que se transfería a los Gobiernos autonómicos, se decidió desde el principio aproximarse de forma indirecta a partir del coste efectivo del servicio en el momento en que se transfirió por parte del Estado, lo que dejó su impronta en los sucesivos sistemas aprobados con posterioridad.

Para evaluar el coste efectivo, se tuvieron en cuenta los costes directos e indirectos de la administración central encargada de proporcionar hasta entonces el servicio y los gastos de inversión en conservación, mejora y sustitución. Pero nunca se llegaron a considerar posibles ampliaciones o nuevas infraestructuras que equipararan los niveles de servicio entre territorios o de unos estándares mínimos de calidad o de prestación de los servicios públicos.

Y para medir la evolución futura del gasto, se utilizaron variables representativas, algunas aditivas que sumaban recursos (fundamentalmente por población), y otras redistributivas, que cumplieran con la exigencia de solidaridad de la LOFCA y de la Constitución. Por ejemplo, se corregía el importe de los recursos que recibe cada Comunidad de acuerdo a su producto interior bruto en relación a la media del país, de forma que las regiones más pobres se vieran favorecidas en la participación de ingresos que provenían del Estado.

Cuadro 4. Recursos no financieros de las Comunidades Autónomas de régimen foral (sistema de financiación y otros recursos)*

Comunidad Autónoma	2002		2009		2014	
	Total ingresos - Aportaciones a ayuntamientos	Total ingresos - Aportaciones a ayuntamientos	Cupo/Aportación al Estado	Total ingresos - Aportaciones a ayuntamientos	Cupo/Aportación al Estado	
País Vasco	8.354,4	10.179,5	-738,2	8.729,1	-	
Navarra	2.485,8	3.568,4	-433,5	3.462,2	-502,1	

*Las Diputaciones Forales recaudan los tributos concertados y efectúan las aportaciones a la Comunidad Autónoma. Asimismo, con tales tributos concertados satisfacen la participación en dichos tributos a las Entidades Locales de su ámbito territorial y efectúan el pago al Estado, a través de la Comunidad Autónoma, del cupo. El importe satisfecho en 2014 por este último concepto fue de 772,5 millones de euros.

Fuente: MINHAFF

A cada Comunidad se le asignaba una cantidad que evolucionaba según una regla dinámica durante cinco años, transcurridos los cuales, el modelo se revisaba. Como aquellos años fueron años de expansión, el crecimiento de los ingresos del Estado terminó provocando una sobrefinanciación de los servicios traspasados. Pero esta sobrefinanciación no se repartía uniformemente entre las Comunidades, lo que terminó generando las primeras asimetrías entre territorios, especialmente cuando sobrevino la crisis de los noventa y una vez agotada la inversión pública de la Expo de Sevilla y los JJOO de Barcelona.

En 1993 se incorporó un nuevo sistema de cálculo de participación en los ingresos, añadiendo un nuevo tramo de recursos para cada CC. AA. a través de la cesión por parte del Gobierno central de una parte de la recaudación territorializada por IRPF. Este fue el primer embrión en el nuevo sistema de financiación que se aprobó en el Consejo de Política Fiscal y Financiera del 23 de septiembre de 1996 para las Comunidades de régimen común en el quinquenio 1997-2001. No solo se revisaron los recursos a percibir por parte de las Administraciones Autonómicas, sino sobre todo se modificó el espíritu de los sucesivos modelos aplicados hasta ese momento.

Para ello, se cedió el 15% de la recaudación territorializada del IRPF y se elevaba hasta el 30% en todas ellas CC. AA. que hubiesen asumido las competencias en Educación no universitaria. Además se concedía capacidad normativa sobre determinados aspectos de los tributos cedidos –limitada, en todo caso, para evitar prácticas de competencia fiscal– y la posibilidad de participar en las tareas de dirección y control de la Agencia Estatal de Administración Tributaria (AEAT).

El Estado, por su parte, se comprometía a responsabilizarse de la suficiencia del modelo a través de la creación de un instrumento de solidaridad o de nivelación con el que se pretendían cubrir necesidades futuras de ingresos derivadas de potenciales caídas de la recaudación por IRPF en alguna Comunidad a través de la garantía de suficiencia dinámica. El objetivo era asegurar a cada Comunidad que el incremento de sus recursos no fuera inferior al 90% del incremento que experimenten los recursos del conjunto del sector a lo largo del quinquenio.

Con todo ello, se trataba de que el cambio al nuevo sistema de financiación durante el período 1997-2001 no perjudicara a ningún territorio, asumiendo el principio de neutralidad financiera en el ejercicio considerado como año base, 1996. Aun así, Andalucía, Castilla-La Mancha y Extremadura, las tres regiones con unas bases fiscales más reducidas en IRPF, decidieron ejercer su derecho de mantenerse al margen del nuevo modelo de modo que siguieron recibiendo los recursos del esquema previo. Para las demás, el cambio de sistema implicó una reducción en el peso de la participación en ingresos del Estado

(PIE) a través de transferencias y un aumento de la recaudación a través de tributos cedidos.

No obstante, el nuevo sistema, al ceder solo el IRPF, no favorecía suficientemente la autonomía para obtener nuevos recursos a partir de la capacidad tributaria. Se limitaba a una única figura y daba mayor capacidad recaudatoria a los territorios más ricos y dinámicos, otorgando todo el crecimiento de los recursos originados por el tramo autonómico del IRPF por encima del PIB nominal español a la comunidad donde se generara. Para las menos dinámicas, el Estado pasaba a ser el garante último del crecimiento de los recursos equivalente al del PIB nominal nacional.

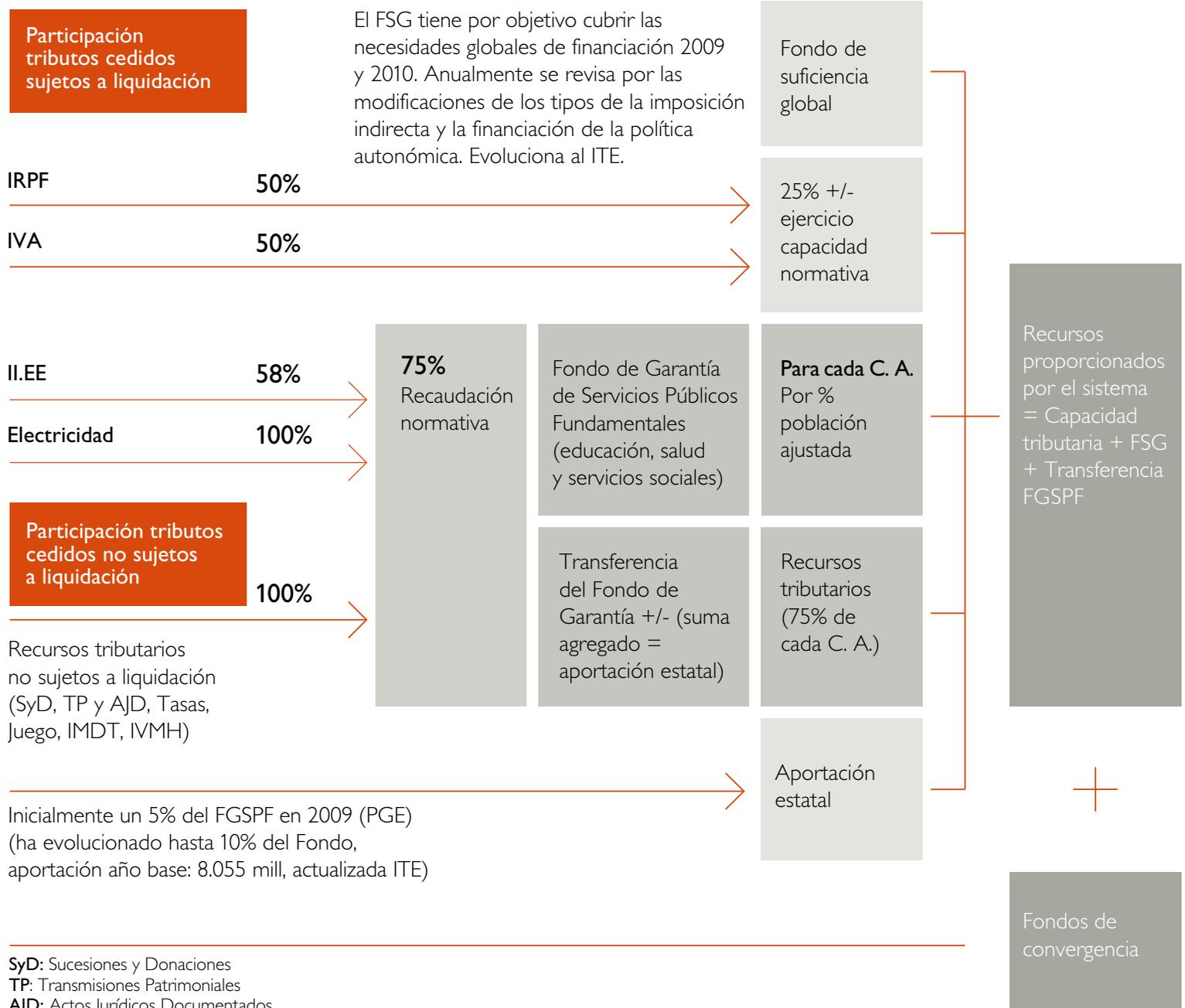
A partir de 2002 el modelo tuvo que revisarse de nuevo porque se transfirieron las competencias de sanidad y se terminaron de recibir también las de educación, incluida la universitaria. Y en la fórmula de reparto se añadieron a la cesta de tributos cedidos el IVA e impuestos especiales, estableciendo tramos autonómicos del 35% y 40% respectivamente, además de elevar algo más el peso del IRPF hasta el 33%. Dos fondos adicionales, el de Garantía Sanitaria y el de Suficiencia, indicados al crecimiento del PIB nominal, se incorporaron al modelo para garantizar las necesidades de gasto de los tres bloques definidos: competencias generales, servicios sociales y sanidad.

Aunque fueron años de crecimiento constante de los recursos proporcionados por la financiación autonómica, también se registraron incrementos poblacionales que implicaron mayores tensiones presupuestarias y diferencias de financiación entre las CC. AA. La preocupación por la dinámica de los servicios básicos del Estado del Bienestar (incluyendo las nuevas prestaciones derivadas de la Ley de Dependencia) y la demanda por actualizar los criterios que midieran de forma adecuada las necesidades de gasto enfrentaron a quienes defendían la población como único parámetro y a quienes consideraban otras variables asociadas con el territorio y las características demográficas. En cualquier caso, en aquel momento de búsqueda de consenso, había coincidencia en garantizar el statu quo para todas y cada una de las CC. AA. de régimen común, algo que solo era posible siempre y cuando el Estado estuviera dispuesto a aportar más recursos.

El de 2001 realmente fue el primer modelo cuya duración no se limitó solo a un quinquenio y, de hecho, perduró siete años, pero los Estatutos de Autonomía sirvieron de acicate para que estuviera cuestionado casi desde sus comienzos. No hay que olvidar que los Estatutos contienen disposiciones relativas a la financiación y a aspectos tan relevantes como los mecanismos de solidaridad, a las garantías de equidad en las necesidades de gasto y en la financiación de los servicios públicos fundamentales y, en definitiva, a aspectos que afectan claramente al

Gráfico 2. Sistema de financiación de las Comunidades Autónomas

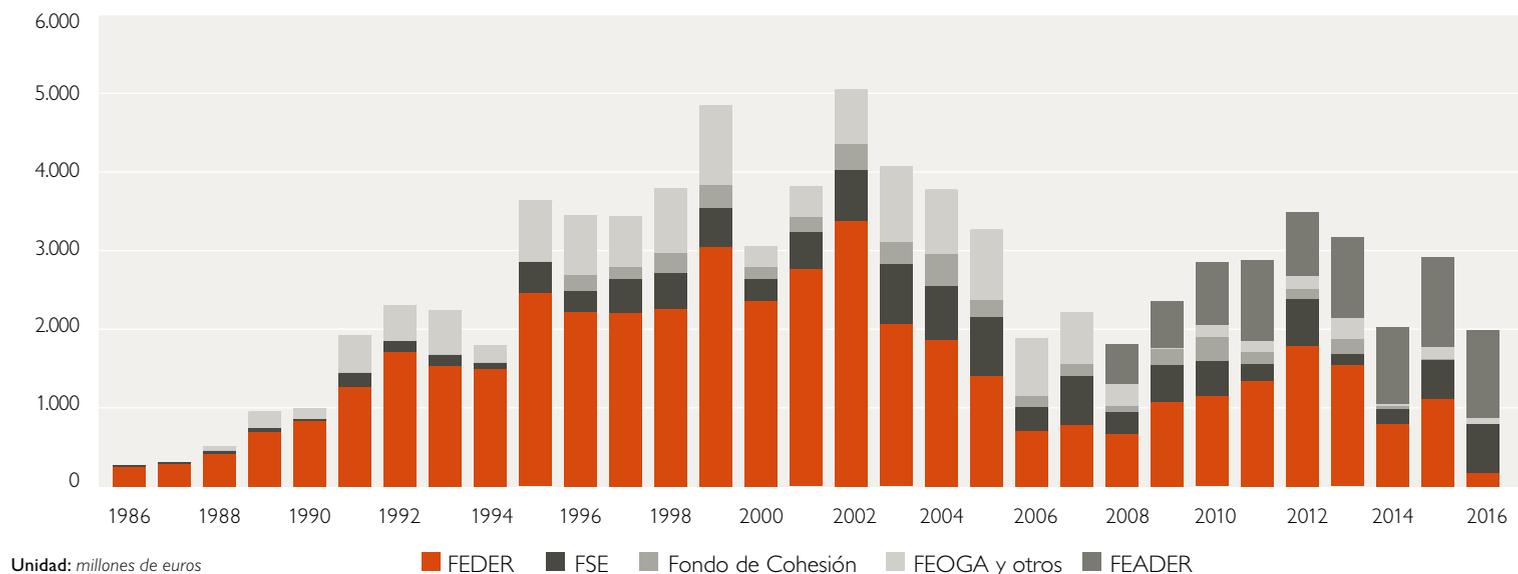
Recursos tributarios



SyD: Sucesiones y Donaciones
 TP: Transmisiones Patrimoniales
 AJD: Actos Jurídicos Documentados
 IMDT: Impuesto Especial sobre Determinados Medios de Transporte
 IVMH: Impuesto sobre las Ventas Minoristas de Determinados Hidrocarburos
 FGSPF: Fondo de Garantía de Servicios Públicos Fundamentales
 PGE: Presupuestos Generales del Estado
 ITE: Índice de evolución de los Ingresos Tributarios del Estado
 FSG: Fondo de Suficiencia Global

Fuente: elaboración propia

Gráfico 3. Recepción de fondos europeos por España en el período 1986-2016



Fuente: elaboración propia a partir de datos de MINHAFP, Dirección General de Fondos Comunitarios

propio sistema. La reforma de los Estatutos de Autonomía de casi la mitad de las CC. AA. introdujeron nuevos condicionantes y necesariamente tuvieron que ser tomados en consideración en las reformas venideras hacia un nuevo modelo.

El último de los modelos de financiación aprobados, el actualmente vigente, es el resultado de las nuevas reclamaciones de los Gobiernos regionales, porque el sistema no estaba respondiendo al aumento de las necesidades de gasto de las CC. AA. como consecuencia del fuerte incremento de la población. Aunque en 2006 el Ministerio de Economía y Hacienda publicó un documento con las disfunciones del modelo, no se alcanzó un acuerdo hasta julio 2009 para lo cual el Estado incorporó 11.000 millones de euros adicionales en el sistema. El nuevo modelo se basó en un aumento de la autonomía y corresponsabilidad fiscal que elevó hasta el 50% la participación de las CC. AA. en IVA e IRPF y hasta el 58% en impuestos especiales –manteniendo el 100% en los impuestos cedidos totalmente como Patrimonio, Sucesiones y Donaciones, Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, fundamentalmente–. En el modelo también se introdujeron fondos de nivelación adicionales que añadieron más complejidad si aún había en su funcionamiento y menos previsibilidad en su dinámica futura. Al Fondo de Suficiencia ya existente, que trataba de garantizar que ninguna CC. AA. perdiera recursos frente a la situación de partida en el momento de ser trasferidas las competencias por parte del Estado, se sumó el Fondo de Garantía de servicios públicos fundamentales (sanidad, educación y servicios sociales) cuyo objetivo era proporcionar un

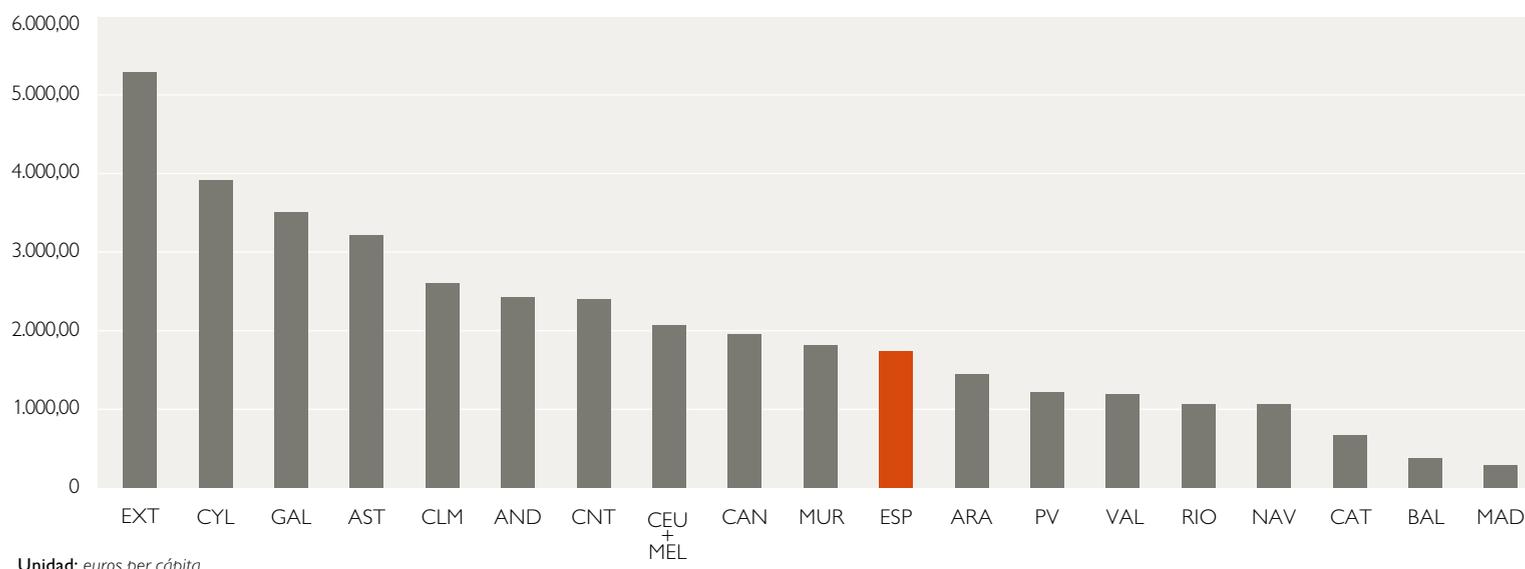
financiación por habitante ajustado equivalente en todos los territorios (en función de un serie de parámetros territoriales como la superficie, el envejecimiento, insularidad...).

Además se introdujeron otros dos fondos que pretendían resolver las aspiraciones de dos tipos de CC. AA.; las de los territorios con mayor capacidad fiscal que reclamaban minorar las diferencias en financiación per cápita, a las que se ofreció el Fondo de Competitividad (se daba la circunstancia que aquellas CC. AA. más *ricas* recibían menores recursos por habitante que las más *pobres*), y las de los territorios con menor renta per cápita o más despobladas, para las que se constituyó el Fondo de Cooperación.

A tenor de los trabajos y diagnósticos elaborados por las diferentes CC. AA. que han servido de preámbulo a los trabajos de la Comisión de Expertos para la revisión del Modelo de Financiación Autonómica, tampoco el modelo vigente ha llegado “a resolver los problemas de equidad subyacentes. El resultado final ha sido un sistema complejo y poco transparente, con serios problemas de equidad y eficiencia”, tal y como se ha recogido en el documento final.

Como bien recoge la Comisión, “en un primer momento, hubo que improvisar un modelo ad hoc basado en la transferencia de los recursos presupuestados para cada competencia que permitiese que los servicios públicos que se iban transfiriendo a las nuevas Administraciones autonómicas siguieran funcionando con normalidad”. Tres décadas después el debate sobre la financiación, lejos de desvanecerse, sigue abierto y con demandas insatisfechas de los Gobiernos regionales. Algunas son

Gráfico 4. Fondos UE recibidos por cada región en términos per cápita, 1986-2016. Población 2016



Fuente: elaboración propia a partir de datos de MINHAFP, Dirección General de Fondos Comunitarios

comunes, como el desequilibrio vertical en el reparto del déficit entre el estado central y las CC. AA. que obedece a decisiones unilaterales y discrecionales del Gobierno; otras parten de posiciones opuestas entre unos territorios y otros en función de su percepción sobre la insuficiencia y el coste diferencial de prestar los servicios públicos en cada región.

En cualquier caso, las heridas de una larga crisis económica han dejado un lastre sobre las haciendas autonómicas en forma de deuda que el Gobierno central ha soportado a través de mecanismos de liquidez a los que las CC. AA. se han adherido de forma voluntaria y que han evitado el riesgo de impago a proveedores y prestamistas. La renuncia a algunos grados de libertad y de autonomía financiera a cambio de evitar el riesgo de nuevas tensiones en la tesorería o en la financiación, ha servido para retrasar la reforma hacia un modelo con mayor vocación de permanencia mientras llegan tiempos mejores en la recaudación de las principales figuras tributaria que nutren a las administraciones públicas. Pero es evidente que estos últimos treinta años han consolidado un proceso de descentralización del gasto y de las competencias de difícil retorno que exige aún ajustes en ambas direcciones en la corresponsabilidad, en la lealtad institucional y la transparencias con la ciudadanía.

La política regional europea en el período 1986-2016

El proceso de descentralización coincidió con otro hecho de gran trascendencia para nuestro país: la integración de España en la Unión Europea –antes CEE–. Y no solo por su efecto

catalizador en la convergencia nominal de la economía con nuestros socios europeos sino también, entre otros muchos aspectos, por su incidencia en las políticas regionales a las que la Comisión siempre ha dado un importante protagonismo.

Tras la solicitud de adhesión española de 1977 a la Comunidad Económica Europea, la incorporación se produjo a partir del 1 de enero de 1986 con el aprovechamiento de fondos¹ FEDER, FSE y FEOGA-IFOP, así como posteriormente de otros fondos como el Fondo de Cohesión o el FEADER.

El objetivo de esta financiación comunitaria ha estado muy vinculada a corregir desequilibrios territoriales, salvo en el caso de los fondos agrícolas cuyo objetivo ha sido principalmente el desarrollo agrario y las políticas de seguridad alimentaria. Por ello, su reparto ha estado normalmente asociado a variables vinculadas al desarrollo económico de cada una de las regiones. En este caso, cabe señalar que a efectos presupuestarios, la financiación se reparte entre actuaciones de la administración general, los Gobiernos regionales y las CC. LL., si bien, en sentido inverso, las aportaciones al presupuesto comunitario solo se realizan desde los Presupuestos Generales del Estado.

La principal variable que ha determinado el reparto dotacional a las regiones ha sido el PIB per cápita. No se ha tratado de contribuir a un desarrollo centrado en los principales polos económicos sino que, por el contrario, se ha buscado más favorecer el apoyo a aquellas regiones con un cierto retraso y, en

1. http://ec.europa.eu/regional_policy/en/policy/what/history/

menor medida, a los Estados. Desde esta perspectiva, algunos han llegado a catalogar esta política como la más importante política de cooperación y de ayuda oficial al desarrollo (o convergencia), centrada en los países europeos más retrasados.

No obstante, además del PIB per cápita hay otros elementos que se han considerado para el reparto dotacional, como el número de parados, las hectáreas clasificadas como superficie agraria útil, etc., así como acuerdos específicos en forma de *cheque de ingresos o gastos* que también han sido determinantes en la asignación final para cada Estado y región.

En este sentido, la dotación de fondos europeos² destinados específicamente para atender necesidades y oportunidades de desarrollo regional, ha alcanzado una cifra total superior a 81.000 millones de euros³ desde el año 1986 hasta el año 2016, lo que ha supuesto una aportación adicional para el desarrollo de las regiones de 2.615 millones de euros anuales en promedio. No hay que olvidar que todas estas partidas y fondos han debido ser consignadas con un porcentaje de financiación nacional adicional, con lo cual su impacto es más amplio. Aunque el efecto económico generado no es el objeto de análisis en este artículo⁴, es claro que, dada la vinculación de los fondos a políticas de inversión y empleo –en gran medida son de carácter finalista–, su incidencia en la economía española y en las regiones más favorecidas por los flujos financieros, ha sido, sin ningún género de dudas, muy positiva. Como bien es sabido, las cantidades recibidas por cada una de las regiones españolas no han sido homogéneas porque dependen de la renta per cápita y su posición con respecto a la media comunitaria, así como de otras variables determinadas para cada período y fondo. El reparto se tendido a privilegiar a aquellas regiones que estando por debajo de la media comunitaria, mostraban una brecha desfavorable mayor al umbral del 75%. Este grupo se ha denominado regiones objetivo 1, regiones del objetivo convergencia económica o regiones menos desarrolladas, según el marco comunitario de apoyo que analicemos.

En este sentido, y tomando el total de financiación recibida por cada una de las regiones en términos per cápita, de acuerdo a la población existente en 2016, Extremadura es la región que mayores fondos ha recibido por su condición de región española

con menor renta. Y por el contrario, la Comunidad de Madrid, que es la región con mayor renta per cápita, es en consecuencia la que menor dotación ha recibido.

Se aprecia que de las cuatro regiones que claramente más fondos per cápita han recibido, tres de ellas se encuentran en el grupo que más han convergido respecto a la media (Galicia, Extremadura y Castilla y León). No obstante, tampoco existe una relación unívoca entre riqueza relativa y financiación comunitaria, hecho que es entendible dada la distinta evolución intertemporal de la renta per cápita de cada región, así como la existencia de otros criterios determinantes en la asignación de fondos europeos a nivel regional.

Cuadro 5. Recepción de fondos europeos por España en el período, 1986-2016

	Período	Millones de euros	
		Montante total	Promedio anual
FEDER	1986-2016	45.591,28	1.470,69
FSE	1986-2016	10.693,66	344,96
Fondo de Cohesión	1996-2016	3.895,51	125,66
FEOGA y otros	1988-2016	12.852,15	414,59
FEADER	2007-2016	8.018,59	258,66

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Ministerio de Hacienda y Función Pública

La evolución de las regiones españolas en términos comparados

Una vez analizados ambos procesos –el de la descentralización en las CC. AA. y el de la integración en la UE– así como sus implicaciones financieras para cada una de las regiones, parece oportuno analizar cómo se ha distribuido el progreso económico y la riqueza entre los diferentes territorios. El crecimiento de las regiones españolas ha sido tan acentuado en términos globales que ha permitido alcanzar una mejora generalizada de los niveles de desarrollo económico y social, más allá de la discontinuidad que puede observarse en los distintos ciclos económicos durante los últimos treinta años. Cabe recordar que en estas últimas tres décadas se han producido dos períodos de recesión de distinta importancia, durante la primera mitad de los noventa y, sobre todo, la más reciente que se originó desde finales de la pasada década.

2. Cabe señalar que la dotación de fondos europeos que ha beneficiado a España en estos años ha sido mayor a la que se comenta aquí. No obstante, dado el componente regional del análisis solo se analizan los fondos citados que son los que tienen una vinculación regional. El saldo español vinculado al presupuesto comunitario para el período 2000-2015 puede consultarse aquí: http://ec.europa.eu/budget/figures/interactive/index_en.cfm

3. Los datos que se muestran en este análisis han sido aportados por la Subdirección General de Programación y Evaluación de Programas Comunitarios del Ministerio de Hacienda y Función Pública al que se le quiere agradecer la disponibilidad de los mismos.

4. Para ello se recomienda ver evaluaciones realizadas por la Comisión Europea, el Gobierno de España y otros agentes como FEDEA y otros centros de investigación.

Gráfico 5. Situación comparada del crecimiento PIB 1987-2016 y recepción per cápita de fondos europeos de ámbito regional, 1986-2016

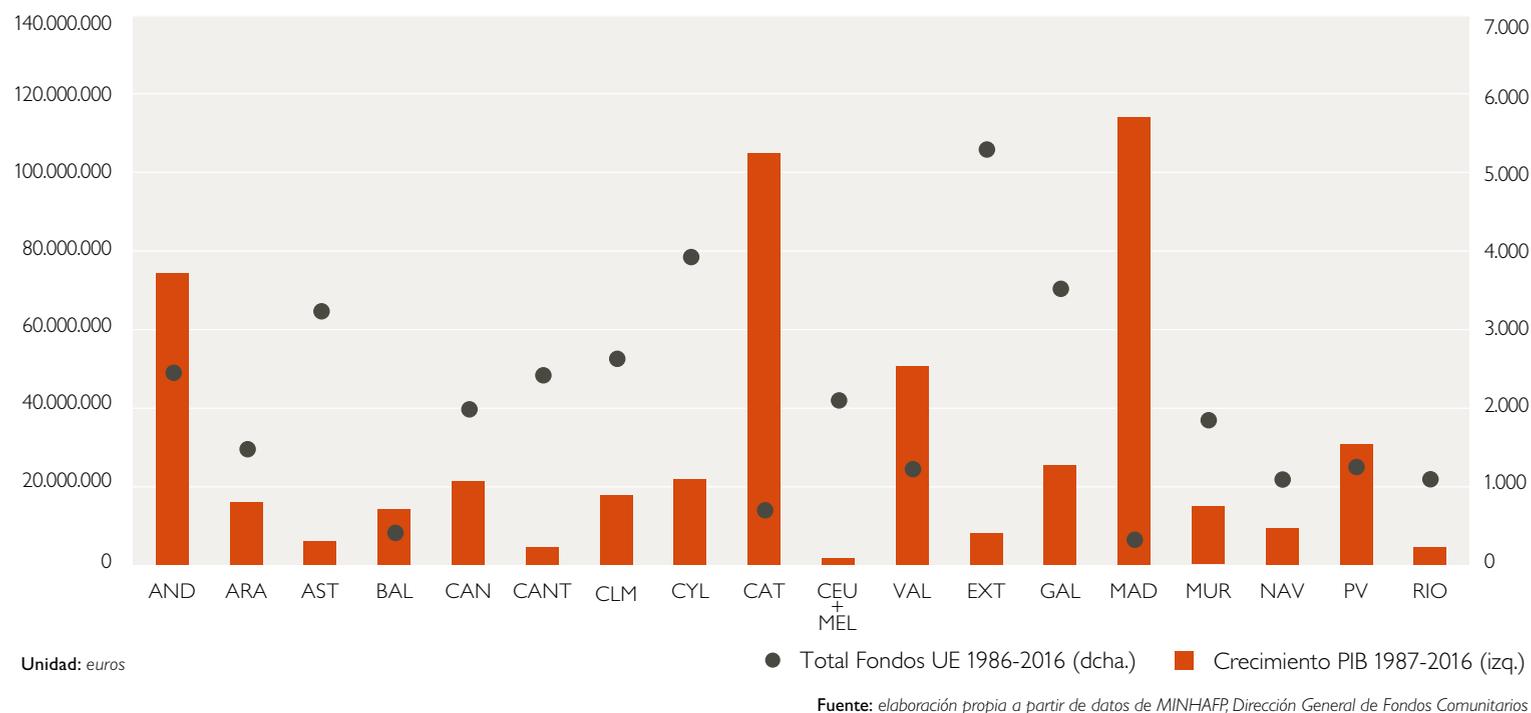
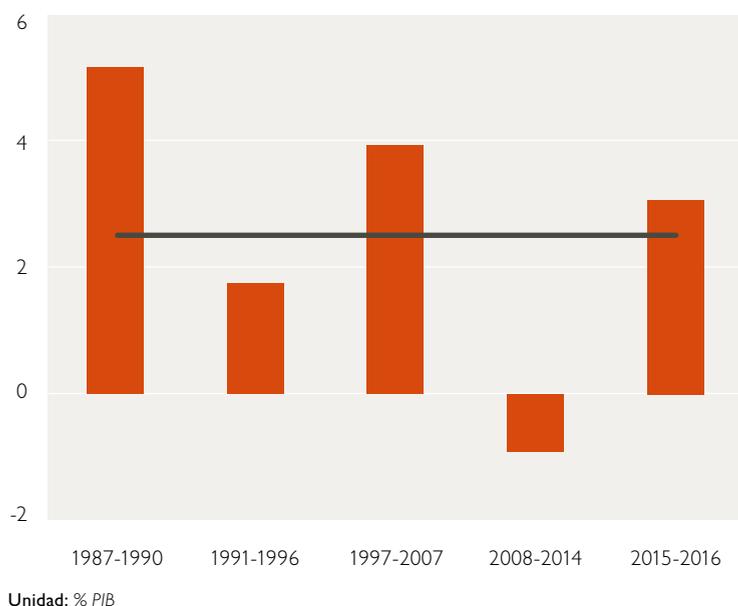


Gráfico 6. Evolución del PIB de España, 1987-2016. Precios constantes 2010, en tasa media anual

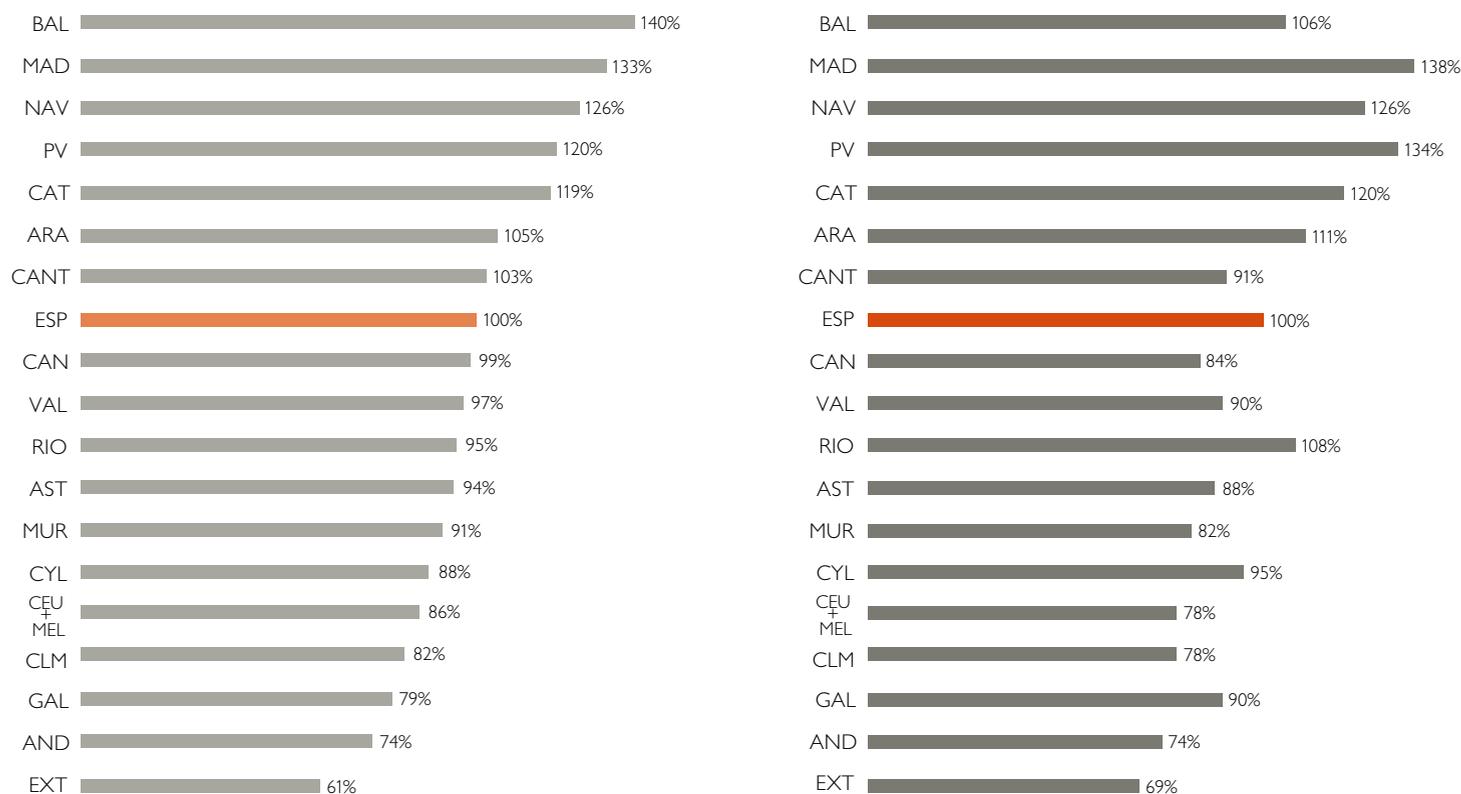


El crecimiento económico español y regional en el período 1987-2016

El crecimiento económico acumulado por España en este período ha sido de 533.017 millones de euros⁵, llegando a alcanzar un PIB de 1.102.850 millones de euros en 2016, lo que supone que la economía española casi se ha duplicado en estos 30 años. A lo largo de este período pueden distinguirse diferentes etapas; la primera corresponde a los años iniciales del período, que coincidió con la incorporación de España en la CEE y el desarrollo de infraestructuras para la proyección de nuestro país ante dos grandes eventos internacionales (la Expo y los Juegos Olímpicos), y durante el cual se registraron tasas de crecimiento superiores al 5% en casi todos los años. Desde 1991 hasta 1995, en cambio, se presenta un ciclo de crisis con una recesión agravada por las devaluaciones de la peseta. A los estímulos monetarios la economía respondió con una fase de fuerte expansión alimentada por el sobreendeudamiento y el boom de la construcción hasta el año 2007, pero la *burbuja inmobiliaria* y el shock del sector financiero a escala mundial de nuevo derivaron en una grave recesión que no se

5. A efectos de este artículo se han utilizado datos de la Contabilidad Regional (CRE-2010), con una base de precios constante de 2010. Los datos se han obtenido del Instituto Nacional de Estadística y de las "series enlazadas de algunos agregados económicos regionales, 1955-2014" elaborada por Angel de la Fuente y publicadas por FEDEA.

Gráfico 7. Situación comparada del PIB per cápita regional. PIB pc 1987 (izqda.)
 PIB pc 2016 (dcha.)
 Precios constantes, 2010. España base 100



Unidad: % PIB per cápita medio

Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE, Contabilidad Regional, FEDEA, series enlazadas regionales

logró superar hasta 2014. En estos últimos años el ciclo se ha reactivado, con ritmos que apuntan a una nueva fase duradera de crecimiento económico.

Si descendemos en el análisis a escala regional, la imagen es bastante heterogénea en su composición. Las cuatro principales comunidades autónomas según su tamaño han pasado de suponer el 57,87% del PIB a un 60,70% (Madrid, Cataluña, Andalucía y Valencia, por este orden), pero no han sido necesariamente éstas las regiones que han tenido un mayor crecimiento económico (salvo Madrid).

Son aquellas regiones más vinculadas al arco mediterráneo las que han experimentado un crecimiento real que, en general, ha superado al resto de regiones españolas, aunque con notables excepciones como La Rioja, lo que constata el cambio de foco de crecimiento. Mientras en el pasado encontrábamos una cornisa cántabra pujante y desarrollada, en los últimos lustros el mayor crecimiento económico se ha concentrado en la zona

oriental y las regiones extrapeninsulares, así como en la propia Comunidad de Madrid. En las últimas tres décadas, por ejemplo, Andalucía ha duplicado su actividad económica, mientras que el crecimiento en Cantabria ha sido de poco más del 50%. Entre las zonas más estancadas el Principado de Asturias es el caso más paradigmático, con crecimientos acumulados en su actividad del 39%, lo que supone un exiguo promedio anual medio del 1,25% anual, lejos del 2,45% de promedio anual nacional. En el extremo opuesto, Murcia es la región más dinámica, después de Madrid, con un PIB que es un 111% superior al de 1987 y crecimientos medios anuales que superan el 3%. En términos per cápita, no obstante, la imagen es completamente diferente. Las regiones más ricas de España no siempre han mejorado proporcionalmente su renta per cápita con respecto a lo que cabría esperar de unas regiones con una mayor capacidad y dinamismo. Salvo la Comunidad de Madrid, País Vasco y Aragón, el resto de territorios que mejor

Cuadro 6. Evolución del PIB regional 1987 y 2016. Precios constantes, 2010

COMUNIDADES AUTÓNOMAS	PIB 1987	PIB 2016	Crecimiento relativo 1987-2016	PIB pc 1987	PIB pc 2016	Crecimiento relativo 1987-2016
ANDALUCÍA	73.633.820,33	147.110.248,13	99,79%	10.870,11	17.663,56	38,46%
ARAGÓN	18.666.230,09	34.416.432,67	84,38%	15.557,84	26.302,82	40,85%
ASTURIAS	15.570.602,31	21.725.148,92	39,53%	13.908,40	20.841,20	33,26%
BALEARES	14.281.930,53	27.439.680,62	92,13%	20.680,23	25.061,78	17,48%
CANARIAS	21.101.931,97	41.663.011,45	97,44%	14.552,84	19.949,57	27,05%
CANTABRIA	7.969.375,50	12.467.963,65	56,45%	15.148,57	21.524,26	29,62%
CASTILLA Y LEÓN	33.509.129,99	55.033.622,26	64,23%	12.978,51	22.564,14	42,48%
CASTILLA LA MANCHA	20.070.366,13	38.001.266,74	89,34%	12.080,13	18.551,57	34,88%
CATALUÑA	106.166.412,69	208.143.697,03	96,05%	17.539,65	28.603,01	38,68%
VALENCIA	54.126.103,40	103.957.162,29	92,06%	14.269,46	21.300,65	33,01%
EXTREMADURA	9.541.174,94	17.616.093,81	84,63%	8.926,01	16.322,73	45,32%
GALICIA	32.323.981,11	57.372.259,06	77,49%	11.600,67	21.307,32	45,56%
MADRID	95.825.539,23	210.242.954,23	119,40%	19.638,83	32.812,15	40,15%
MURCIA	13.655.510,32	28.823.181,15	111,07%	13.470,44	19.452,30	30,75%
NAVARRA	9.640.159,89	18.964.525,61	96,72%	18.607,81	29.829,69	37,62%
PAÍS VASCO	38.001.204,77	68.072.108,65	79,13%	17.766,87	31.835,69	44,19%
LA RIOJA	3.663.718,47	7.698.525,50	110,13%	14.027,40	25.678,02	45,37%
CEUTA Y MELILLA	1.539.920,90	3.139.939,63	103,90%	12.614,21	18.549,92	32,00%
ESP	569.833.143	1.102.850.437	93,54%	14.747,98	23.744,88	37,89%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE, Contabilidad Regional, FEDEA, series enlazadas regionales

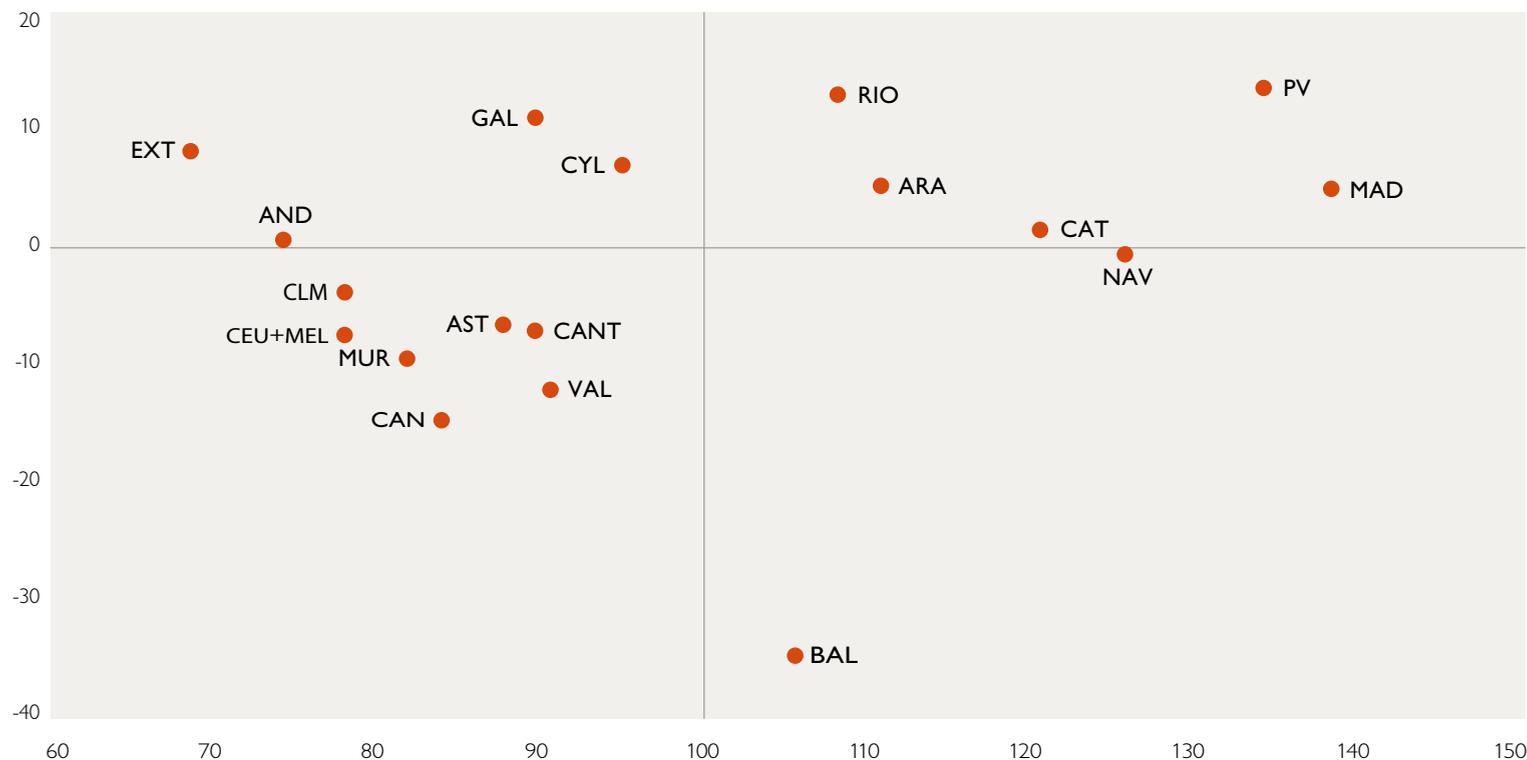
comportamiento relativo han demostrado han sido regiones con renta per cápita inferior a la media, con menores bases fiscales y más dependiente de transferencias como Galicia, Extremadura o Castilla y León. Hay que subrayar el caso del País Vasco, cada vez más cerca de Madrid como región más rica tras un proceso de fuerte transformación y reconversión de su base económica, pero favorecida por un sistema de financiación que claramente aporta más recursos por habitante que para las CC. AA. de Régimen Común.

En el lado más negativo destaca Baleares porque su renta per cápita solo ha crecido un 17% y de ser la región claramente mejor posicionada en los indicadores de riqueza, se sitúa en una posición más intermedia algo por encima de media nacional. Precisamente esta caracterización de región rica ha sido un inconveniente que ha perjudicado su financiación, tanto como beneficiario de fondos europeos como en los recursos proporcionados por el modelo de las CC. AA. de Régimen Común, además

de otros factores como su mayor sensibilidad a las recesiones europeas por su dependencia al turismo o a la balanza comercial. También resulta paradójico que, siendo una de las regiones más dinámicas, Murcia se encuentre también entre las que menos han avanzado en convergencia. De hecho, en renta per cápita ha crecido un 8% menos que la media nacional y se encuentran entre el grupo de CC. AA. que más han divergido (dos en la cornisa cantábrica, Asturias y Cantabria; dos en la costa mediterránea, Valencia y Murcia, y las dos insulares, Canarias y Baleares, además de las Ciudades Autónomas de Ceuta y Melilla).

El resultado que ofrece esta evolución es que han existido tanto dinámicas de convergencia regional como de desigualdad, siendo las más acusadas las de La Rioja y Cantabria, donde la primera ha pasado de estar en una posición relativa peor a la media a situarse notablemente por encima de ella, y a la inversa en el segundo caso.

Gráfico 8. Situación comparada del PIB per cápita regional 2016 y evolución respecto 1987. Índice regional del PIB per cápita en 2016, España Base 100 (eje X) Variación del índice 1987 a 2016 (eje Y)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE, Contabilidad Regional, FEDEA, series enlazadas regionales.

En definitiva, aunque en términos generales la convergencia interregional en estos treinta años podría considerarse positiva dado que la diferencia entre el valor máximo y mínimo del PIB per cápita se ha reducido, ha aumentado la desviación entre regiones. Es decir, no son las *regiones más pobres* las que han mejorado su posición relativa en el conjunto de España, ni tampoco han sido aquellas regiones del arco mediterráneo con un desarrollo económico más pujante. Los patrones de desarrollo de la evolución relativa de la renta per cápita en el conjunto nacional han sido discordantes con todos estos criterios comúnmente aceptados.

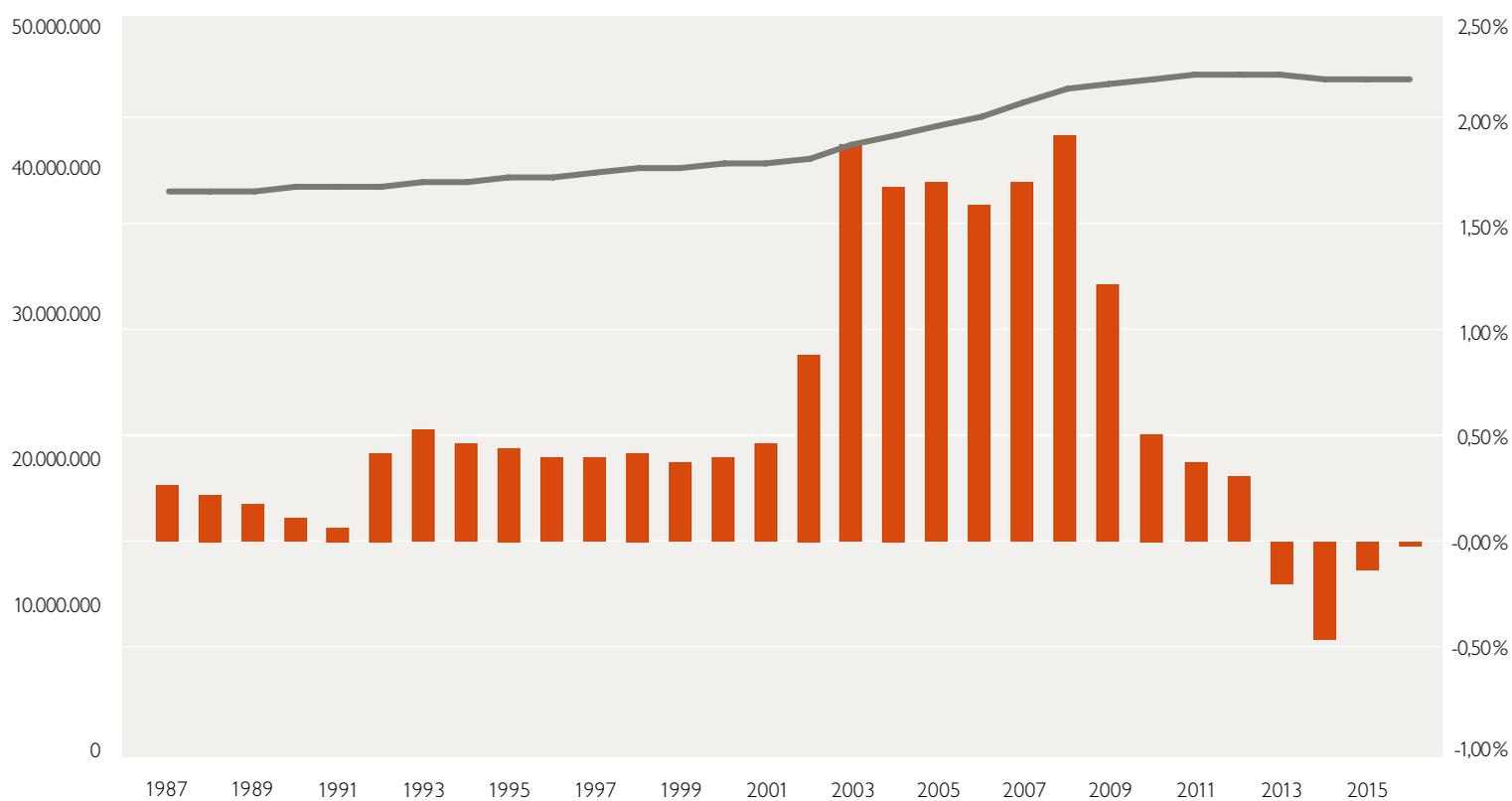
La demografía española y regional en el período 1987-2016

Buena parte de este dispar comportamiento entre crecimiento y renta per capital se justifica en su evolución demográfica, especialmente en alguno de los períodos. La población de España alcanzó la cifra de casi 47 millones de personas empadronadas en el año 2012, con un ligero retroceso desde

entonces. Cabe recordar que en 1987 los habitantes registrados eran 38,6 millones, lo que ha supuesto un aumento del 20,21% que en cifras absolutas supone un incremento de 7.807.776 personas en estos 30 años.

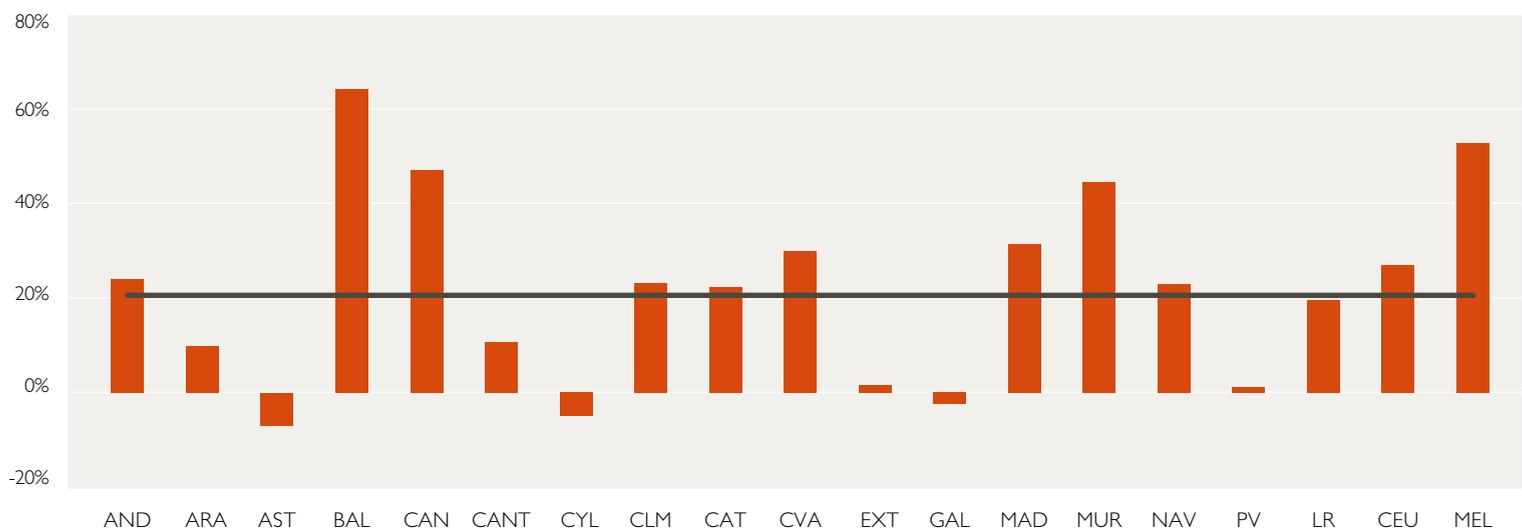
Este crecimiento demográfico se ha sostenido durante casi todos los años aunque no de forma homogénea presentando cinco ciclos de evolución. Cronológicamente encontramos en primer lugar una etapa que acaba en el año 1991 y que se inició en el año 1973 donde los crecimientos demográficos son decrecientes. Posteriormente, el período que va desde el año 1992 hasta 2001, se produce una elevación del crecimiento demográfico que mantiene una senda ligeramente superior a los años anteriores, alcanzando con ello una media anual positiva de 0,45%. Es el período siguiente, que llegará hasta 2009, en el que se produce un aumento claro de la población en España con crecimientos absolutos y relativos no conocidos en la historia reciente del país (1,62% promedio anual). Los efectos de la crisis económica y social acaecidos en los años siguientes

Gráfico 9. Evolución de la población en España, 1987-2016. Valor absoluto (izqda.), crecimiento (dcha.)



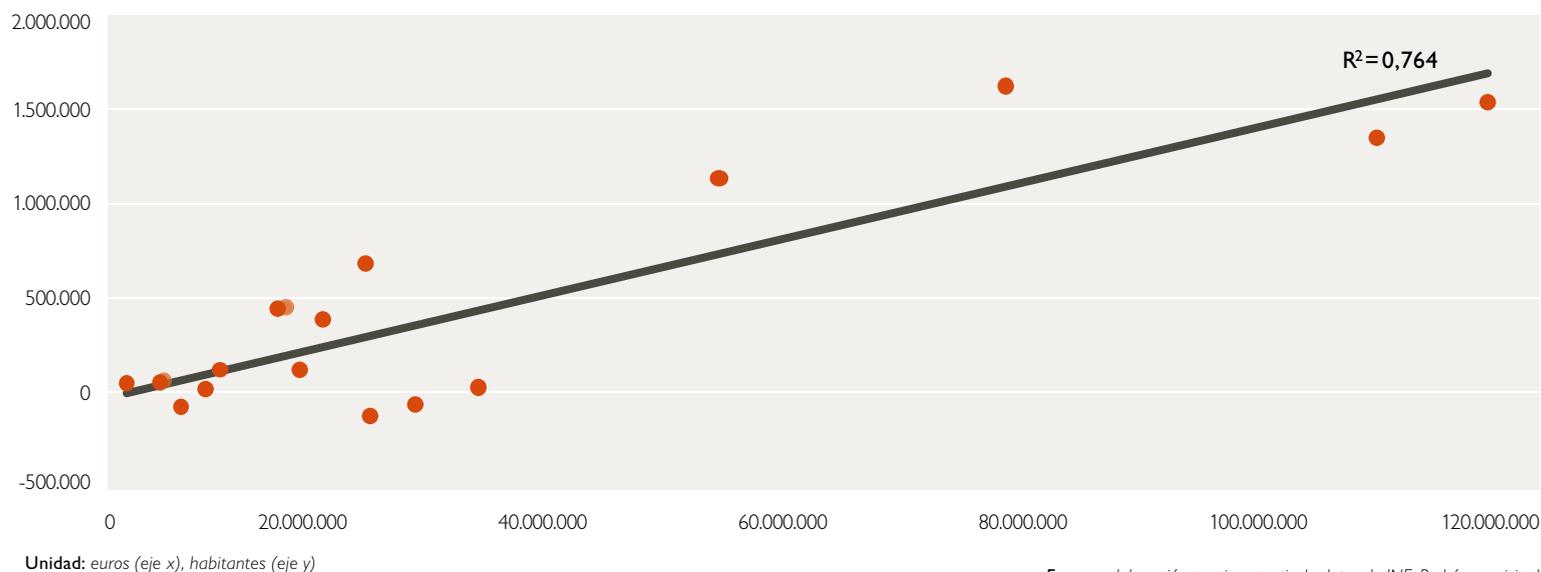
Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE, Padrón municipal

Gráfico 10. Crecimiento de la Población por Comunidades Autónomas, 1987-2016. Crecimiento CC. AA. (barras) y crecimiento ESP (línea)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE, Padrón municipal

Gráfico 11. Relación entre crecimiento PIB real y crecimiento población por Comunidades Autónomas, 1987-2016. Precios constantes 2010



supuso, primero un descenso en el ritmo de crecimiento hasta el año 2012, para pasar desde entonces a un descenso demográfico que por primera vez en muchos años se debió a una mayor tasa de emigración y no a un aumento de los fallecimientos.

En definitiva, en estos treinta años, se ha producido un aumento demográfico notable que, tal y como señalan los análisis poblacionales más detallados se ha debido principalmente a una evolución natural de la población (mayor esperanza de vida), pero también es consecuencia del aumento de población extranjera residente que crece notablemente y que empujó al alza las tasas de crecimiento hasta años recientes. Comparando esta evolución con la ocurrida a nivel de cada una de las Comunidades Autónomas encontramos, de nuevo, una tendencia divergente. Mientras la mayor parte de regiones se ha mantenido en un proceso poblacional expansivo, las tres Comunidades Autónomas de la parte noroccidental de la península (Principado de Asturias, Castilla y León y Galicia) han sufrido una regresión demográfica que se ha convertido en un grave problema vegetativo. En contraste, encontramos algunas otras regiones cuya evolución demográfica ha sido notablemente superior a la media nacional, como es el caso de las regiones insulares (Baleares y Canarias) y las mediterráneas (Región de Murcia y Valencia). En ellas el crecimiento demográfico ha sido incluso superior al doble de la media nacional. Entre estos dos extremos encontramos tanto regiones con un crecimiento escaso, como otras con un crecimiento poblacional

similar al ocurrido para el conjunto del país, pero en general el interior y el norte pierden población o se sitúan cerca de la media, mientras que el sur y el este además de Madrid, ganan peso demográfico configurando una creciente diversidad evolutiva interregional en lo que respecta a la demografía.

El resultado es un creciente grado de concentración demográfica que no tiene comparativa con etapas anteriores y ha configurado con ello, una *España Vacía*⁶ en torno a la Comunidad de Madrid que ejerce de polo de atracción poblacional principal en el interior, y una *España oriental*, con movimientos demográficos hacia los territorios extrapeninsulares y las ciudades costeras del arco mediterráneo.

Esta evolución ha tenido connotaciones claras en el reparto de la riqueza regional, motivado por la gran correlación que muestra el número de habitantes de una región con la evolución del consumo y la actividad económica. En este sentido, podemos encontrar que han sido aquellas regiones con un mayor crecimiento económico las que manifiestan una mejora en su evolución demográfica, o viceversa porque no se identifica un patrón temporal claro al respecto.

6. Del Molino, S. (2016): *La España Vacía*. Ed. Turner.

Conclusiones

La intención de esta revisión a las últimas tres décadas, coincidente con la vida de Afi, era constatar cómo se ha distribuido el crecimiento económico y la riqueza entre las diferentes regiones españolas, precisamente en una de las etapas de mayor expansión económica y progreso social de nuestra historia. A pesar de la especial intensidad de la crisis reciente en España, esta etapa ha permitido que nuestra economía haya protagonizado un desarrollo que la sitúa entre las quince mayores del mundo. La integración en la Unión Europea (y en la Unión Monetaria) ha sido determinante en esta progresión, y probablemente también el cambio de un Estado centralizado a sistema que cada vez ha trasferido mayor poder a los Gobiernos regionales. Ambos procesos tienen derivadas financieras, ya sea a través de los fondos comunitarios, ya sea como consecuencia del sistema de financiación autonómica, aunque se materializa de forma muy diferente en los recursos que se aportan a cada una de las regiones.

Como ya se ha puesto de manifiesto, en general se constata que en las regiones que más han convergido en términos de renta per cápita, coinciden algunos factores comunes: se han beneficiado de financiación europea por habitante por encima de la media, el sistema de financiación las ha reportado recursos superiores a la media nacional y, paradójicamente, han tenido menores tensiones demográficas que la media. Es el caso de Galicia, Extremadura, Castilla y León, Aragón, La Rioja o País Vasco, si bien también hay excepciones como Cataluña o Madrid, que sin haberse visto favorecidos por una financiación ventajosa se encuentran entre las que han obtenido mejores resultados en crecimiento y renta per cápita.

En cambio, buena parte de los territorios que han retrocedido en convergencia también son los que han recibido menores fondos europeos –o en torno a la media– o se encuentran infrafinanciados en términos per cápita según el modelo de financiación de CC. AA., además de haber tenido que gestionar un mayor crecimiento de la población. Es el caso de Valencia, Murcia, Canarias o Baleares. No obstante, hay regiones como Asturias o Cantabria que no han avanzado en convergencia y no puede decirse que hayan resultado perjudicados en el reparto de fondos.

La casuística es muy variada, como también demuestra el estudio realizado por el Banco de España sobre convergencia regional (Puente, S. 2017) y no es evidente que exista una relación entre convergencia y cuantía de los recursos recibidos de una u otra forma a lo largo de los últimos treinta años. Entre otras razones porque el peso de la actividad de las administraciones públicas es muy diferente por territorios y,

en cualquier caso, en ninguna región aporta más del 30% al PIB. Sin embargo, tanto a nivel europeo como a nivel regional está creciendo la percepción sobre la necesidad de evaluar el impacto de las políticas de solidaridad y nivelación, y de exigir resultados en términos de convergencia a las regiones que resulten más beneficiadas por ello.

Bibliografía

Anuario El País, Ed. El País, 1991.

Escuela de Finanzas Aplicadas (1997): *Sistema Financiero Español: 1987-1997*, Las finanzas de las Comunidades Autónomas.

Ezquiaga, I.; García Bustos, F. (2001): *Las Finanzas autonómicas*, Ediciones Empresa Global S.L.

De la Fuente, A. (2016): *Serie agregadas de algunos agregados económicos regionales, 1955-2014*. FEDEA. Accesible en el enlace: <http://documentos.fedea.net/pubs/eee/eee2016-12.pdf>.

Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (desde 1999 hasta 2014), *Haciendas autonómicas en cifras*. Accesible en el enlace: <http://www.minhafp.gob.es/es-ES/CDI/Paginas/SistemasFinanciacionDeuda/InformacionCCAAs/haciendas%202005.aspx>

Ministerio de Hacienda y Función Pública (2017): *Informe de la Comisión de Expertos para la revisión del modelo de financiación autonómica*. Accesible en el enlace http://www.minhafp.gob.es/es-ES/CDI/Paginas/SistemasFinanciacionDeuda/InformacionCCAAs/Reforma_SFA.aspx

Del Molino, S. (2016): *La España vacía*, Editorial Turner.

Puente, S. (2017): “Convergencia regional en España: 1980-2015”. *Boletín Económico*, N.º. 3, Banco de España.





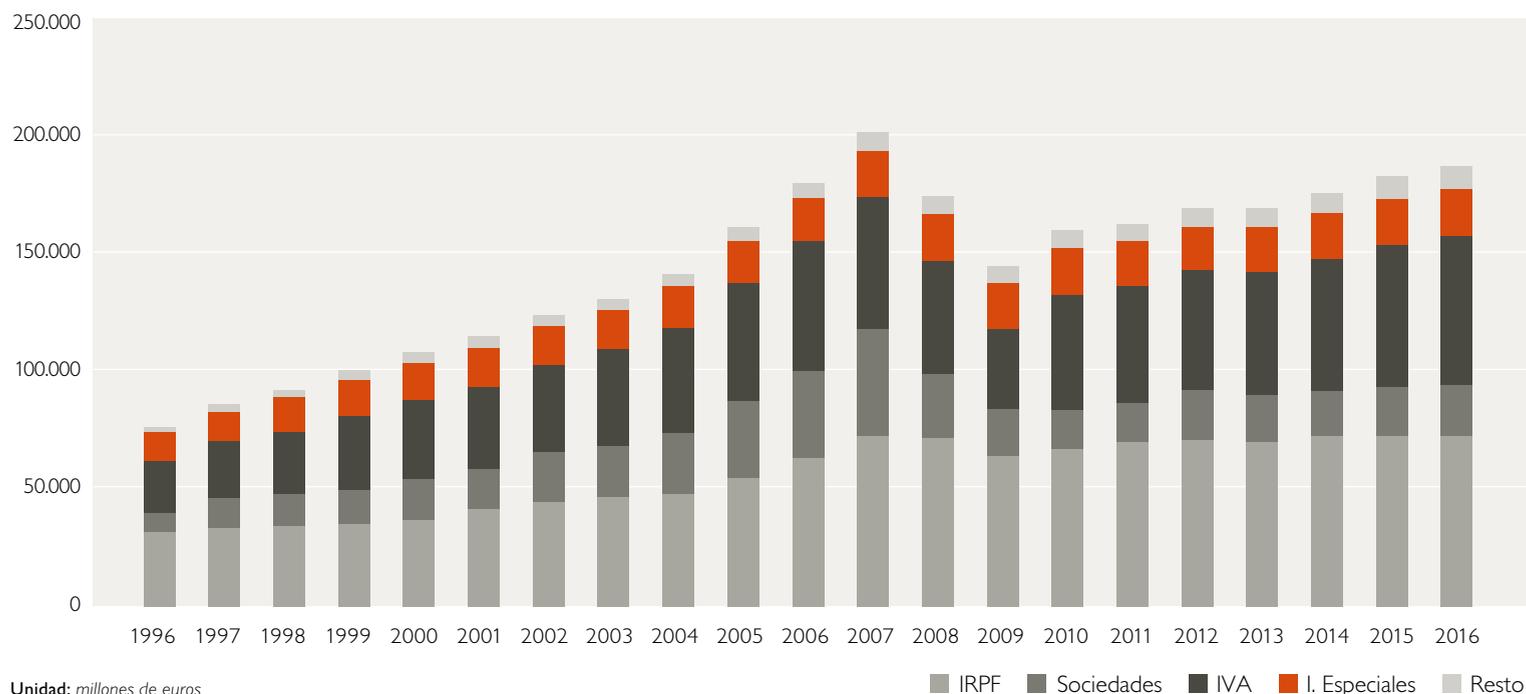
Finanzas Públicas: modernización y desafíos

José Manuel Amor
César Cantalapedra
Carmen López



Los últimos treinta años han sido testigos de intensos vaivenes en las finanzas públicas españolas. Desde entonces el interés de Afi por el seguimiento del sector público y sus finanzas ha sido manifiesto, y se tradujo, a los pocos años del inicio de sus actividades, en la creación de Afi Consultores de las Administraciones Públicas (CAP), compañía que ha participado activamente en la modernización de las finanzas públicas de nuestro país. En este capítulo revisamos tres aspectos íntimamente interconectados: la evolución del déficit y del marco del endeudamiento de las administraciones públicas en España, la gestión por parte del Tesoro de la cartera de deuda del Estado y, finalmente, un repaso del endeudamiento de las Comunidades Autónomas, marcado por los movimientos de descentralización y re-centralización del principio de autonomía financiera.

Gráfico 1. Evolución de la recaudación de las principales figuras tributarias



Fuente: elaboración propia a partir de datos de MINHAFP

La búsqueda de la estabilidad presupuestaria en España

En materia de déficit público, si bien es cierto que las cifras alcanzadas entre 2009 y 2012 no tienen parangón en la historia reciente de España, la evolución de las cuentas de las administraciones públicas (AA.PP. en adelante) han mostrado un perfil mayormente deficitario a lo largo de los últimos treinta años que recordamos en este libro. En este período han registrado un déficit promedio del 3,8% del PIB, y tan solo tres años, han cerrado con un resultado superavitario: 2005, 2006 y 2007, años dorados en cuanto a crecimiento económico se refiere, con variaciones nominales del PIB del 7% y 8% interanual.

Para que eso fuera así, la recaudación tributaria aumentó sensacionalmente, creciendo muy por encima de lo que lo hacía el PIB nominal y alcanzando en 2007 el máximo histórico, más de 200.000 millones de euros. Cifra que hasta 2017, diez años después, no volverá a alcanzarse en términos nominales. Descontando la inflación todavía tardaremos algún año más en recuperarla.

En todo caso, la importancia que actualmente se otorga a la estabilidad presupuestaria, conscientes de que sin un equilibrio

a largo plazo, una economía no es viable, es relativamente reciente. A lo largo de estos últimos treinta años hemos pasado de la inexistencia de una normativa de estabilidad presupuestaria como tal a que, a nivel europeo y con obligada trasposición nacional, contemos con una profusa regulación en la que la estabilidad presupuestaria se mide a través de diferentes magnitudes (no hablamos solo de déficit, sino también de *stock* de deuda y evolución del gasto) y desde diferentes ópticas (hemos pasado de medir el déficit en términos totales a analizar sus componentes, cíclico y estructural).

La aprobación del Tratado de la Unión Europea en 1992 marca el comienzo de la observancia de la estabilidad presupuestaria, que se concretó y afinó en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (en adelante PEC) de 1997, en donde se fijó que el déficit público no podría sobrepasar la barrera del 3% del PIB en los estados miembros.

Los repetidos incumplimientos del PEC por parte de los países de la UE-12¹, instó a reforzar la regulación en materia de estabilidad a través del *Six-Pack*² y del Tratado de Estabilidad,

1. Exceptuando Luxemburgo y Finlandia, todos los países incumplieron en más de 3 ocasiones ese límite en el período 1999-2011, llegando a los casos extremos de Grecia, que incumplió todos los años y Portugal, que lo hizo en 11 de los 13 años analizados.
2. El *Six-Pack* es un conjunto de cinco reglamentos y una directiva comunitaria que recogen la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento que se aprobó en octubre de 2011 por el Consejo Europeo.

Gráfico 2. Principales hitos normativos en materia de estabilidad presupuestaria en España



Fuente: elaboración propia a partir de Domínguez J.M. y López J.M^o. (2012)

Coordinación y Gobernanza de la UEM (TECG) firmado en 2012 y vigente (una vez ratificado) desde 2013.

En la trasposición nacional de esta normativa, España fue un alumno aventajado, elevando a rango constitucional en el año 2011 la estabilidad presupuestaria y el pago de la deuda, y aprobando la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, (en adelante LOEPSF) un mes después del TECG, siendo el primer país en hacerlo (García Roca 2013).

La LOEPSF cambió, distinguiendo entre cíclico y estructural, el concepto de déficit, a la vez que lo amplió, determinando que no solo hay que controlar la estabilidad presupuestaria (alcanzando un déficit estructural cero), sino que hay que observar la estabilidad financiera, limitando la deuda al 60%³ del PIB. Todo ello cumpliendo la denominada *regla de gasto* que liga el volumen de crecimiento máximo del gasto público al del crecimiento de la economía.

Lejos de ser la aprobación de la LOEPSF el paso final en la regulación sobre estabilidad presupuestaria, en estos últimos ejercicios se han introducido distintas modificaciones a la norma. La más destacable es el reforzamiento del principio

de sostenibilidad financiera⁴, al incluir el cumplimiento del Período Medio de Pago a Proveedores dentro del mismo y la necesidad de que CC. AA. y CC. LL. concierten sus operaciones financieras bajo el principio de prudencia financiera⁵.

Pese a este completo sistema de seguimiento, evaluación y coerción para garantizar la eliminación del déficit público, se da la paradoja de que se registraron menores niveles de déficit a finales de los años ochenta y en la década de los noventa, que a partir de 2011, cuando ya contábamos con una normativa muy robusta al respecto.

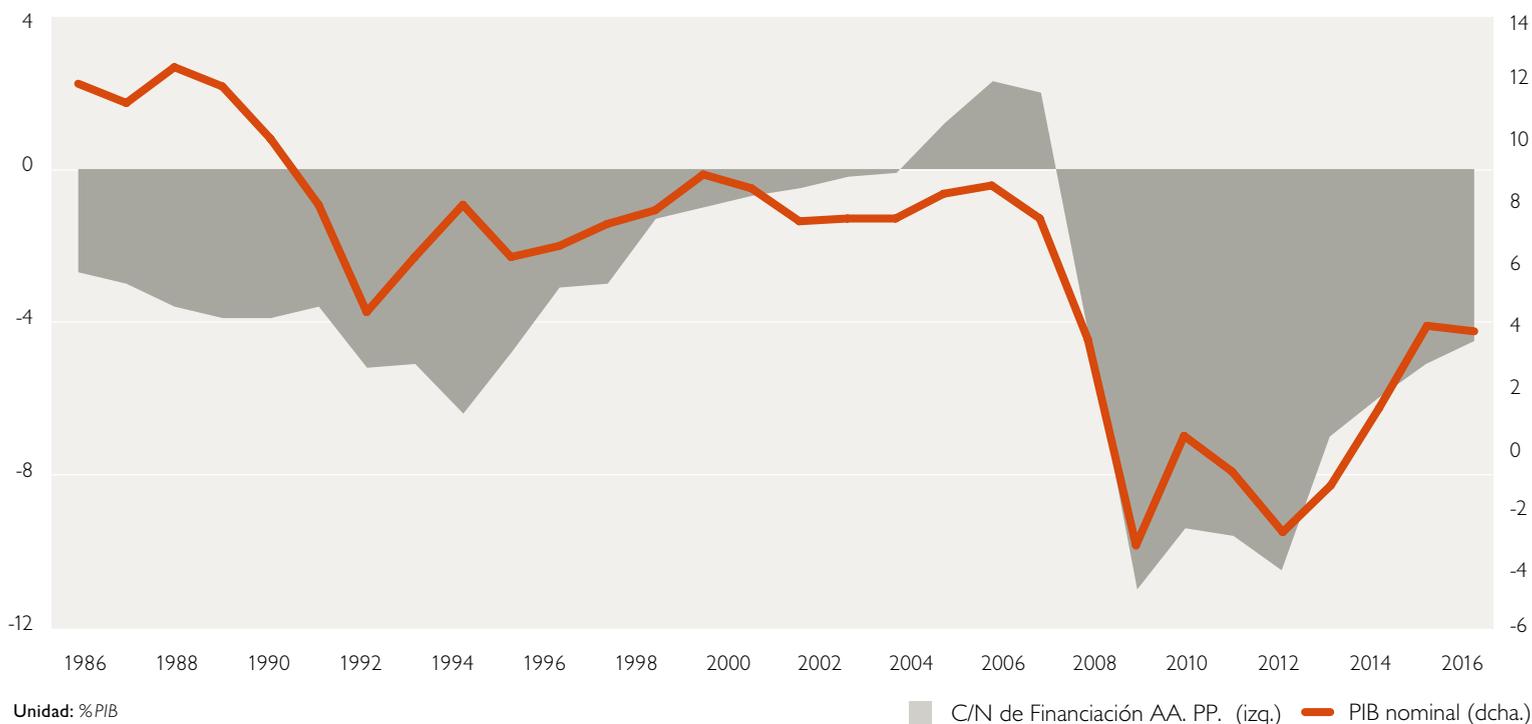
Para calibrar el alcance de la gravedad de los registros de déficit público alcanzados desde 2008, en lugar del propio dato de necesidad de financiación, que incluye tanto el balance del gasto e ingreso de naturaleza corriente, como el de inversión, conviene analizar la evolución del ahorro bruto. Aunque los análisis de las cuentas públicas siempre suelen centrarse en el estudio del déficit, el ahorro bruto como magnitud nos ofrece

3. La distribución por administraciones es de: 44% Administración Central, 13% CC.AA y 3% CC.LL

4. LO 9/2013 de 20 de diciembre de 2013.

5. Introducido por el apartado uno del artículo segundo de la L.O. 6/2015, de 12 de junio, de modificación de la L.O. 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades Autónomas y de la L.O. 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera («B.O.E.» 13 junio). Vigencia: 14 junio 2015. Según este principio, el coste total máximo de las operaciones de endeudamiento, incluyendo comisiones y otros gastos, no podrá superar el coste de financiación del Estado al plazo medio de la operación, incrementado en el diferencial que corresponda en función de los criterios fijados por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

Gráfico 3. Capacidad / necesidad de financiación de las AA. PP. frente al crecimiento del PIB (dcha.)



Fuente: elaboración propia a partir de INE y Esteve, V. (2017): "Series macroeconómicas fiscales de la economía española, 1964-2016", Departamento de Economía Aplicada II, Universidad de Valencia

una información mucho más valiosa en términos de sostenibilidad en el largo plazo, ya que contar con ahorro bruto negativo implica incumplir la *regla de oro* fiscal de utilizar el endeudamiento tan solo para financiar inversiones. Obviamente, se trata de un ejercicio teórico, de mínimos, porque mantener un cierto volumen de inversión, aunque no sea en los niveles pre-crisis, es necesario para aumentar la competitividad y cubrir la inversión de reposición.

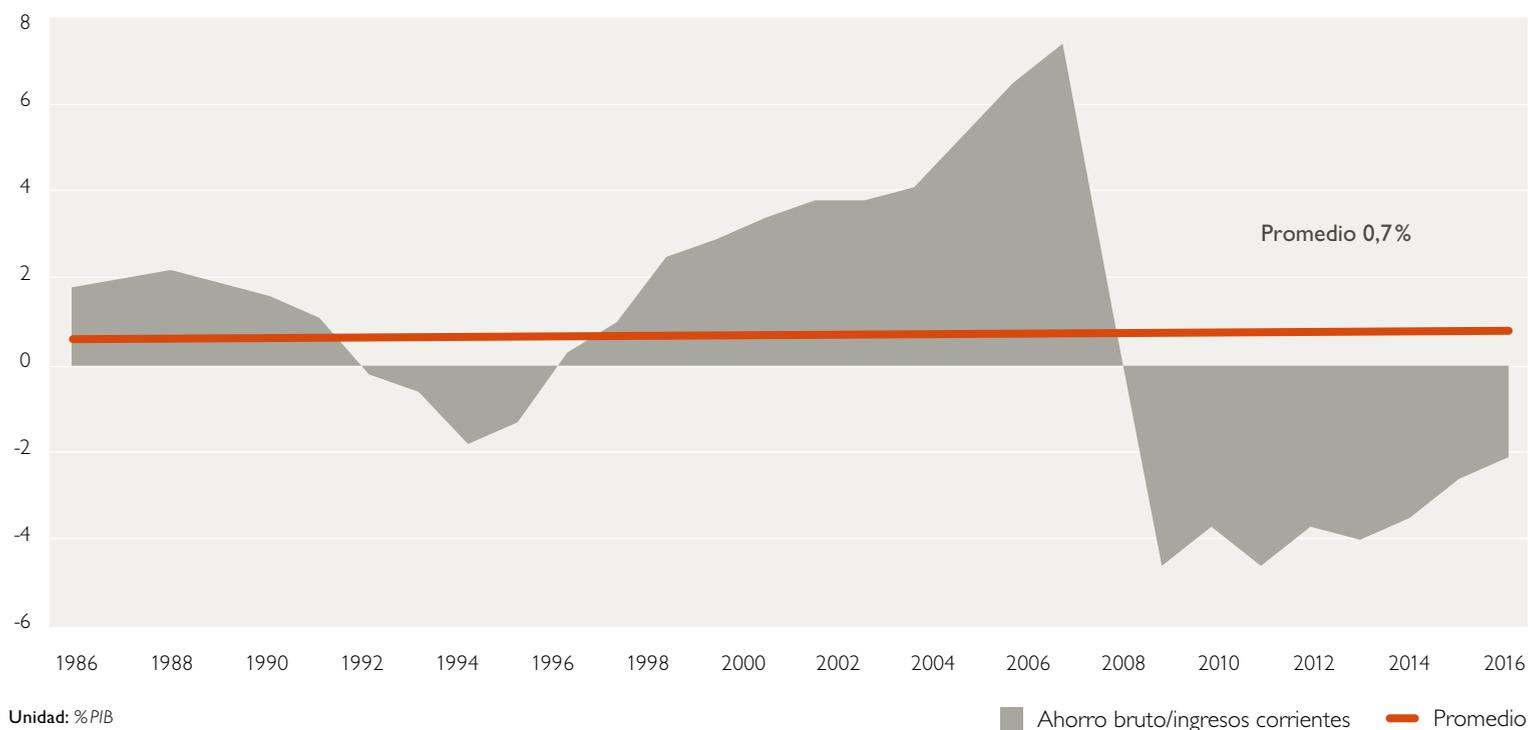
Analizando el ahorro bruto, la foto que se obtiene de los últimos treinta años es sustancialmente distinta a la que nos ofrece el déficit público. Mientras que éste ha registrado un promedio negativo en este período del -3,8% del PIB, las AA. PP. españolas han obtenido un ahorro bruto positivo en la mayoría de ejercicios, exceptuando los correspondientes a la crisis de principio de los años 90 (período 1993-1996) y a partir del año 2009, con un ahorro bruto promedio anual positivo en el período del 0,7% del PIB. El que se haya mantenido, en media, en positivo nos indica que España puede cubrir con sus ingresos los gastos corrientes, que provienen en su mayoría de los servicios públicos básicos. Sanidad, educación y protección social (en su mayor parte pensiones) representan más de un 60% del total del gasto público español. Por tanto, el déficit

de las AA.PP. en estos últimos treinta años ha venido muy condicionado por el gasto en inversión, lo que implica que su evaluación debe hacerse en este contexto, y analizar su evolución con mirada europea. Lo contrario implicaría no tener en cuenta el importante proceso de convergencia (vía inversión en infraestructura) en el que hemos estado inmersos en estas tres últimas décadas.

España pasa de ser un *eterno incumplidor* a desviarse de la senda de la sostenibilidad de sus cuentas tan solo en los ejercicios en donde la crisis económica afectaba de una manera más intensa a través de los estabilizadores automáticos (mayor gasto) y con caídas en la recaudación.

En todo caso, existe una sustancial diferencia entre los dos períodos de crisis por los que ha pasado nuestra economía. Mientras que en el año 1993 la crisis (en términos fiscales) se superó relativamente rápido, volviendo a niveles de ahorro bruto positivos en el año 1997, el hecho de que las AA.PP. españolas registren desde 2009 hasta hoy ahorros brutos negativos implica que, en un período ya demasiado prolongado, está financiado la actividad corriente con endeudamiento. Una situación que, si no fuese por las medidas excepcionales que está llevando a cabo el BCE en materia

Gráfico 4. Evolución de ahorro bruto de las AA. PP. españolas



Fuente: elaboración propia a partir de INE y Esteve, V. (2017): "Series macroeconómicas fiscales de la economía española, 1964-2016", Departamento de Economía Aplicada II, Universidad de Valencia

de compra de deuda, sin duda preocuparía a inversores y analistas y se trasladaría a nuestra prima de riesgo en la misma proporción.

Además del fuerte desequilibrio en las cuentas públicas que ha introducido la intensa labor inversora llevada a cabo por las AA.PP, un segundo factor diferencial de España frente a nuestros socios europeos es la menor presión fiscal con la que financiar las actuaciones de gasto.

La brecha negativa española, que comenzó a cerrarse a principio de los años 2000, alcanzando su mínimo en 2007 con tan solo 3,9 puntos de PIB de diferencia, se incrementó en el último período de crisis, alcanzando en 2009 casi 10 puntos de PIB. Además, y lo que resulta más preocupante, pese a la recuperación económica de los últimos ejercicios, en 2016 la diferencia ha vuelto a aumentar hasta 8,5 puntos del PIB, mientras que nuestros niveles de gasto público se encuentran por encima de los observados en la primera mitad de la década de los 2000. El equilibrio mantenido entre España y la Zona Euro 12 observado hasta el año 2000, (en el que aunque ingresábamos menos que nuestros socios también gastábamos menos en la misma proporción), se ha roto, primero desde comienzos de los 2000 hasta 2008, reduciendo la brecha de ingresos y

manteniendo la de gastos, y actualmente reduciendo la brecha en gasto, pero con unos ingresos sensiblemente inferiores.

Por tanto, tenemos que volver al equilibrio no solo en términos de déficit público, sino también en nuestra posición dentro de la Unión Europea en lo que respecta al volumen de coberturas de nuestro Estado del Bienestar. Será necesario un debate público en el seno de la sociedad española en el que dirimir si debemos converger hacia la media de la Zona Euro 12, lo que requerirá un aumento de las presiones fiscales, o bien, como en la segunda mitad de la década de los noventa, ir hacia posiciones más alineadas con un sector público y asistencial más magro.

En último lugar, no se puede dejar de destacar como factor explicativo y diferencial de nuestra evolución presupuestaria, la dificultad añadida que representa para la aplicación de una norma común la existencia de un sector público tan descentralizado como el que posee nuestro país. Estos últimos treinta años, además de la expansión económica y la mejora de los niveles de renta, se ha producido un importante esfuerzo descentralizador, traspasando a gobiernos locales y autonómicos parte de la responsabilidad de prestar servicios a los ciudadanos. En todo caso, de esta descentralización no

Gráfico 5. Ingresos públicos en el Área Euro (12) y en España

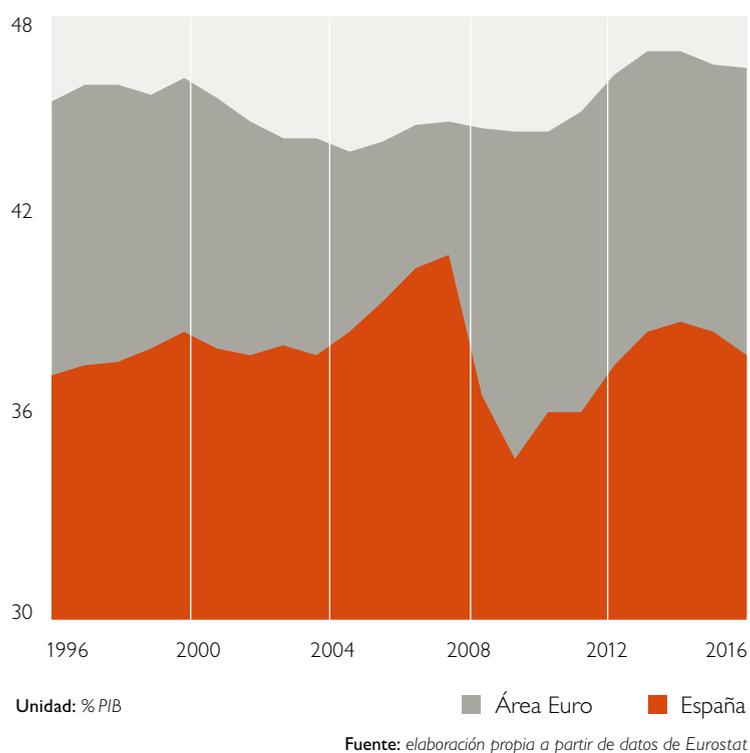
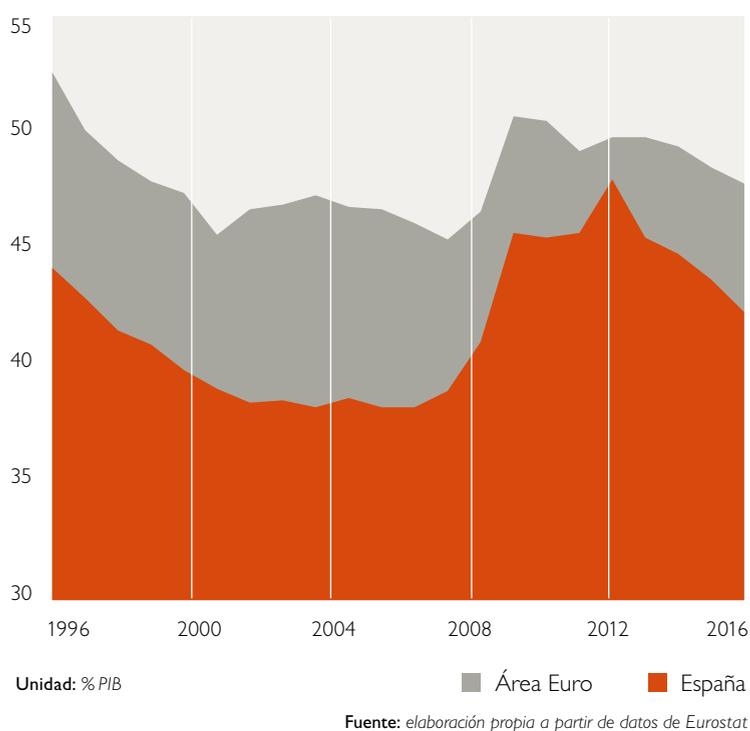


Gráfico 6. Gastos públicos en el Área Euro (12) y en España



se puede inferir de manera directa un aumento del déficit. No podemos olvidar que en los últimos ejercicios la aproximación o cumplimiento del objetivo de estabilidad presupuestaria ha venido dado por un excepcional superávit de las CC.LL., la administración más pequeña en términos de gasto, aproximadamente un 10%⁶ del total de las AA.PP. Estas tres décadas se saldan con deberes pendientes en materia de reducción de déficit, dándose la paradoja de que es hoy más elevado que en 1987 (2,7%⁷ del PIB, frente a un objetivo para este año del 3,1% sobre PIB). Tampoco hay que olvidar que cerramos este período con un elevado nivel de deuda⁸ (100,4%⁹ del PIB), cuestión que, eclipsada por los desequilibrios fiscales y por las políticas del BCE en los últimos ejercicios, seguro que se convierte en un tema central para el futuro.

Evolución de la deuda del Estado: principales rasgos

En un entorno marcado por una tendencia a la baja generalizada de los tipos de interés de mercado, las principales transformaciones acaecidas en la cartera de deuda del Estado han sido, por un lado, el incremento de la apelación al endeudamiento a largo plazo; por otro, la práctica eliminación del recurso a la emisión de deuda materializada en divisas distintas a la doméstica; la reducción del número de referencias (Letras, Bonos y Obligaciones) en que se materializa el saldo de deuda en aras de fomentar la liquidez del mercado secundario de deuda del Estado y finalmente, la volatilidad en la participación de los inversores no residentes en su papel de tenedores de deuda del Estado.

Desde un punto de vista estratégico, la concentración del endeudamiento en Bonos y Obligaciones del Estado a medio y largo plazo en perjuicio de la financiación en activos de corto plazo o Letras del Tesoro (y Pagarés de forma previa y hasta 1993) ha permitido al Estado conseguir un triple objetivo: reducir su exposición a posibles fluctuaciones en los niveles de tipos de interés a corto plazo; minimizar la volatilidad de los costes financieros de la deuda (la carga de la deuda) y conseguir un perfil de vencimientos más suave y homogéneo, donde el montante anual de deuda sujeto a re-fijación de intereses es reducido (entorno al 13% del PIB a mediados de 2017).

Los efectos de esta estrategia sobre la vida media de la deuda del Estado en moneda nacional son claros, produciéndose un

6. Avance de la Actuación Económica y Financiera de las Administraciones Públicas. Ministerio de Hacienda y Función Pública.

7. Esteve, V. (2017).

8. Criterio que junto al déficit y la regla de gasto ahora forman, como ya se ha comentado, parte de lo que conocemos como estabilidad presupuestaria. La LOEPSF incluyó el término de sostenibilidad financiera junto al de estabilidad, en línea con la normativa europea, por entender que deuda y déficit deben ir juntos en su control.

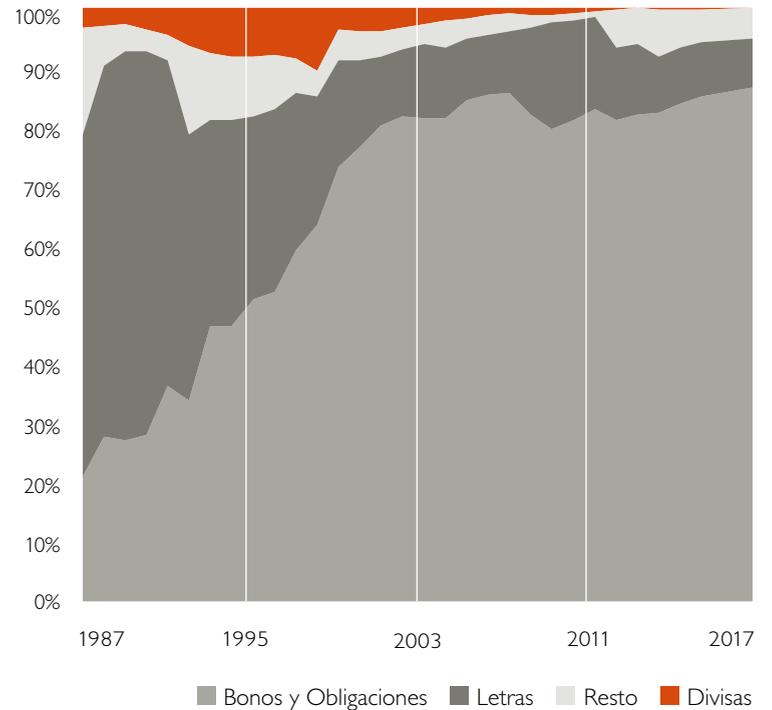
9. Dato correspondiente al primer trimestre de 2017. Banco de España.

incremento significativo: a mediados de 2017 se sitúa en 7,19 años frente a niveles de 5,38 años en 1998.

Como consecuencia del alargamiento de la vida media de la deuda en conjunción con el continuo proceso de reducción de los tipos de interés nominales de emisión (salvo en períodos excepcionales como los años 2011 y 2012 producto de la crisis de deuda soberana), el tipo de interés medio de la deuda en circulación, que determina la carga financiera de la deuda, ha experimentado una intensa reducción hasta situarse a mediados de 2017 en niveles del 2,59%, muy lejos de los niveles promedio superiores al 6% de los años noventa.

La emisión de deuda en divisas ha sido un instrumento al que el Tesoro ha recurrido en aras de conseguir mayor diversificación de las fuentes de financiación y del riesgo, y el acceso a oportunidades de financiación más atractivas. Desde los primeros años de la década de los ochenta, pero sobre todo durante los años noventa y en un entorno caracterizado por la volatilidad de la peseta, la apelación del Tesoro al endeudamiento en divisas fue intensa, llegando a suponer entre un 10,7% del saldo vivo de deuda en 1998. La adopción del euro en 1999 y la consiguiente re-denominación de deuda emitida en divisas pre-euro, junto con la capacidad de emisión a plazos largos en euros, ya moneda doméstica, ha reducido de forma muy sustancial su uso por parte del Tesoro hasta su actual carácter residual: el saldo de

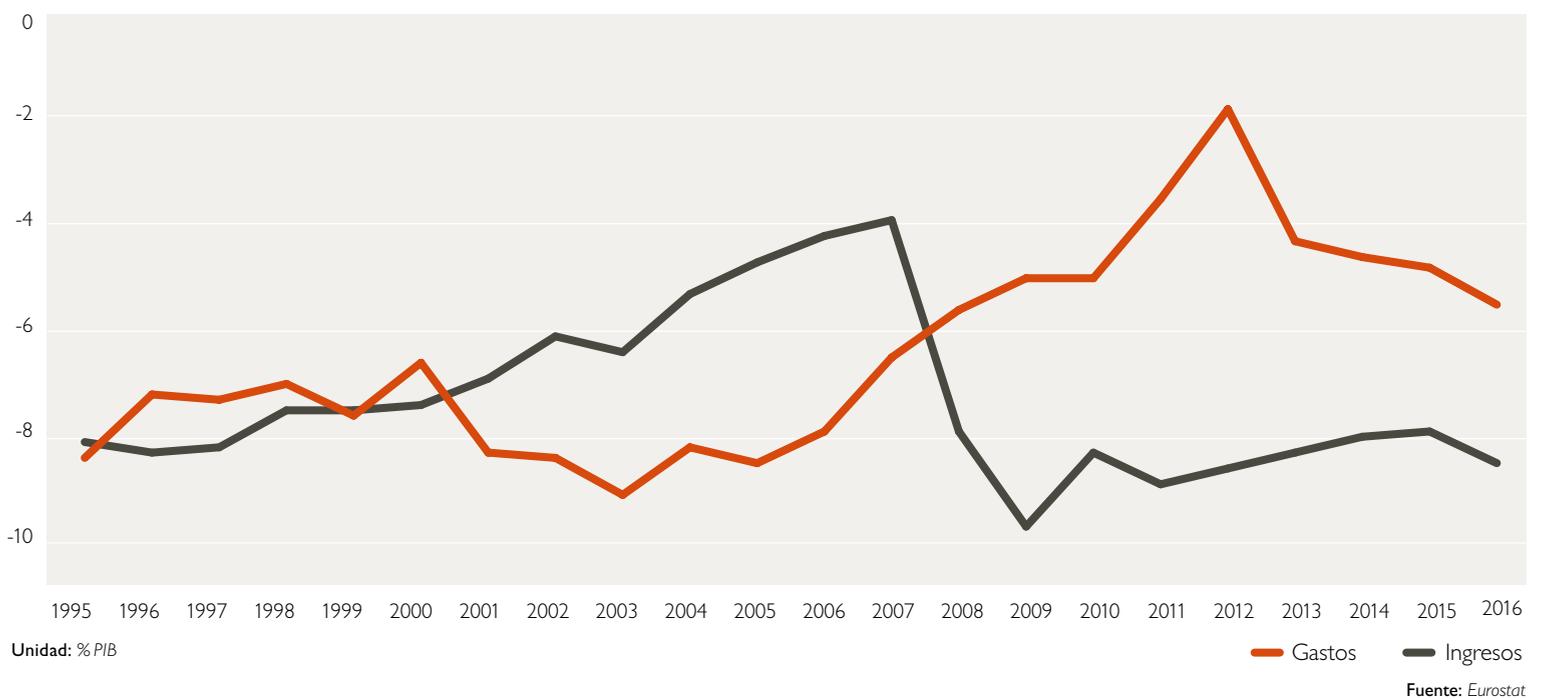
Gráfico 8. Deuda del Estado: distribución del saldo vivo nominal en circulación(*)



(*) Los Pagarsés se incluyen en Letras

Fuente: elaboración propia a partir de datos del Tesoro Público y Banco de España

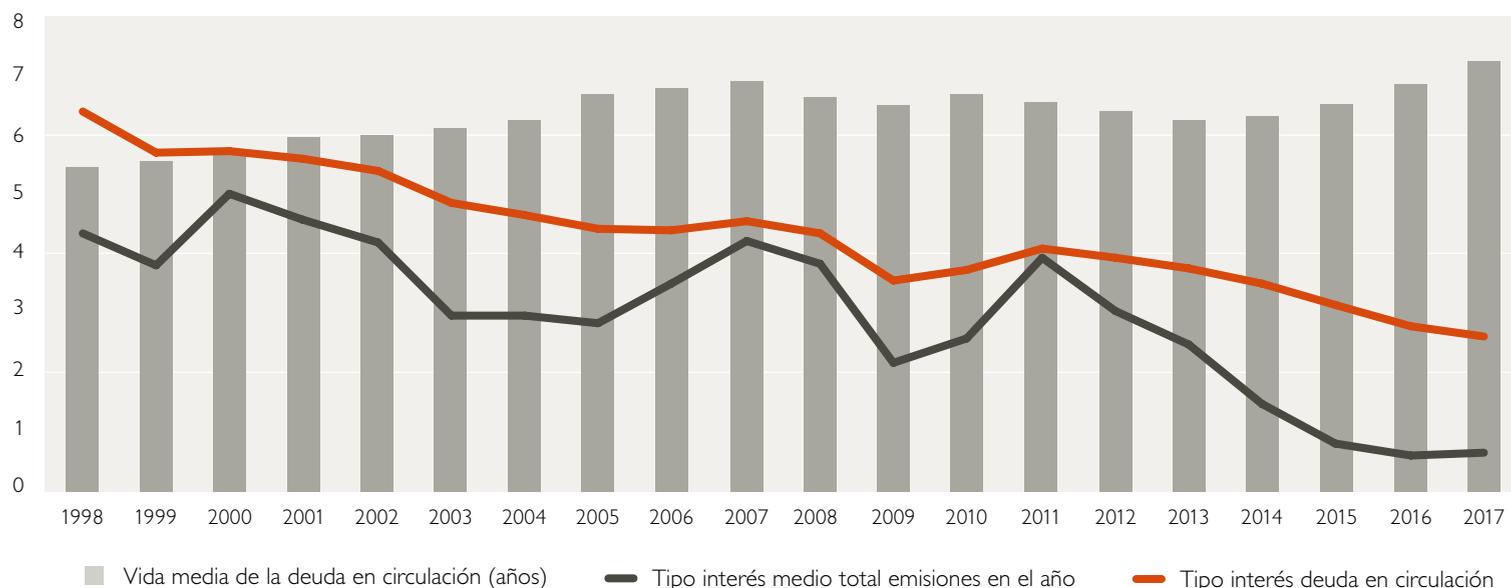
Gráfico 7. Diferencias entre España y la Zona Euro (12) en ingresos y gasto públicos



Unidad: % PIB

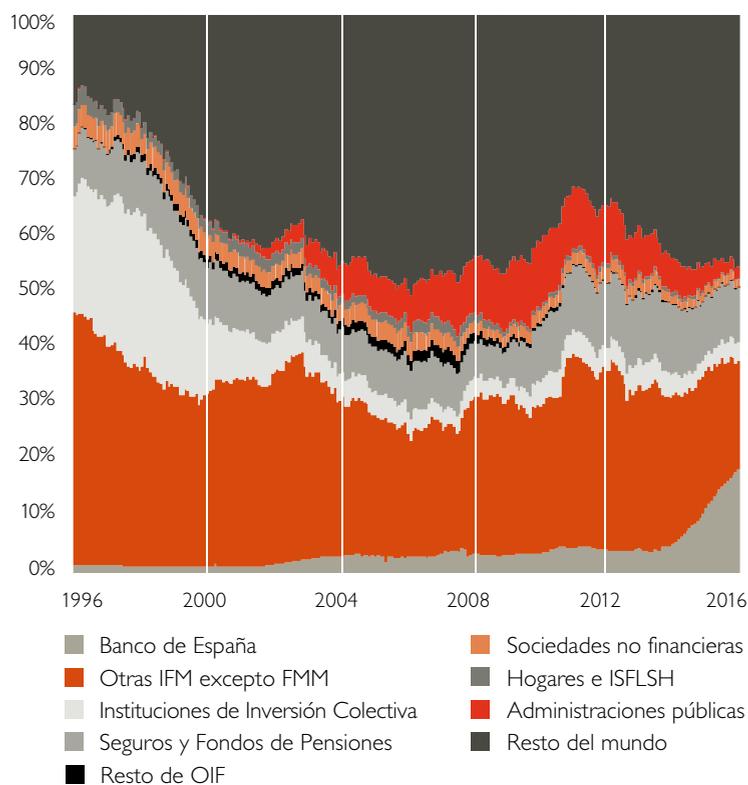
Fuente: Eurostat

Gráfico 9. Evolución de la vida media, tipo de interés medio de la deuda del Estado en moneda nacional y tipos de efectivos de interés de las nuevas emisiones en el año



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Tesoro Público

Gráfico 11. Evolución histórica de tenencias a vencimiento de deuda del Estado anotada no segregada



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco de España

la deuda del Estado en divisas se sitúa en un 0,2% del total a mediados de 2017.

El tercer rasgo característico de la evolución de la cartera de deuda del Estado, la concentración del saldo vivo total en un número reducido de referencias de Letras, Bonos y Obligaciones, ha permitido fomentar la liquidez de su mercado secundario. Este es uno de los activos más importantes de un mercado de deuda soberana y objetivo estratégico del Tesoro español. En este contexto de fomento de la liquidez se enmarcan también los sucesivos cambios realizados en el mercado primario o de emisión de valores, el perfeccionamiento del sistema de creadores de mercado, la operativa de canjes y recompras de principios de los años 2000 y las reformas del mercado de Letras del Tesoro. Hoy, el mercado español de deuda del Estado se encuentra entre el grupo de cabeza en términos de liquidez en la UME, tras los mercados alemán, francés e italiano.

La negociación en el mercado de deuda del Estado, medida en términos relativos a su saldo vivo (rotación del saldo) ha experimentado una clara tendencia al alza desde finales de los años ochenta hasta el año 2017, donde la media diaria de negociación a vencimiento en Letras del Tesoro alcanza el 5% del saldo emitido (cerca de 4 mil millones de euros diarios) y se sitúa cerca del 3% en Bonos y Obligaciones (algo más de 20 mil millones de euros diarios).

Atendiendo a la tipología operativa, entre 1987 y 2009 la abrumadora mayoría de operaciones en Deuda del Estado ha

Gráfico 10. Índices de rotación de la deuda del Estado en operativa a vencimiento

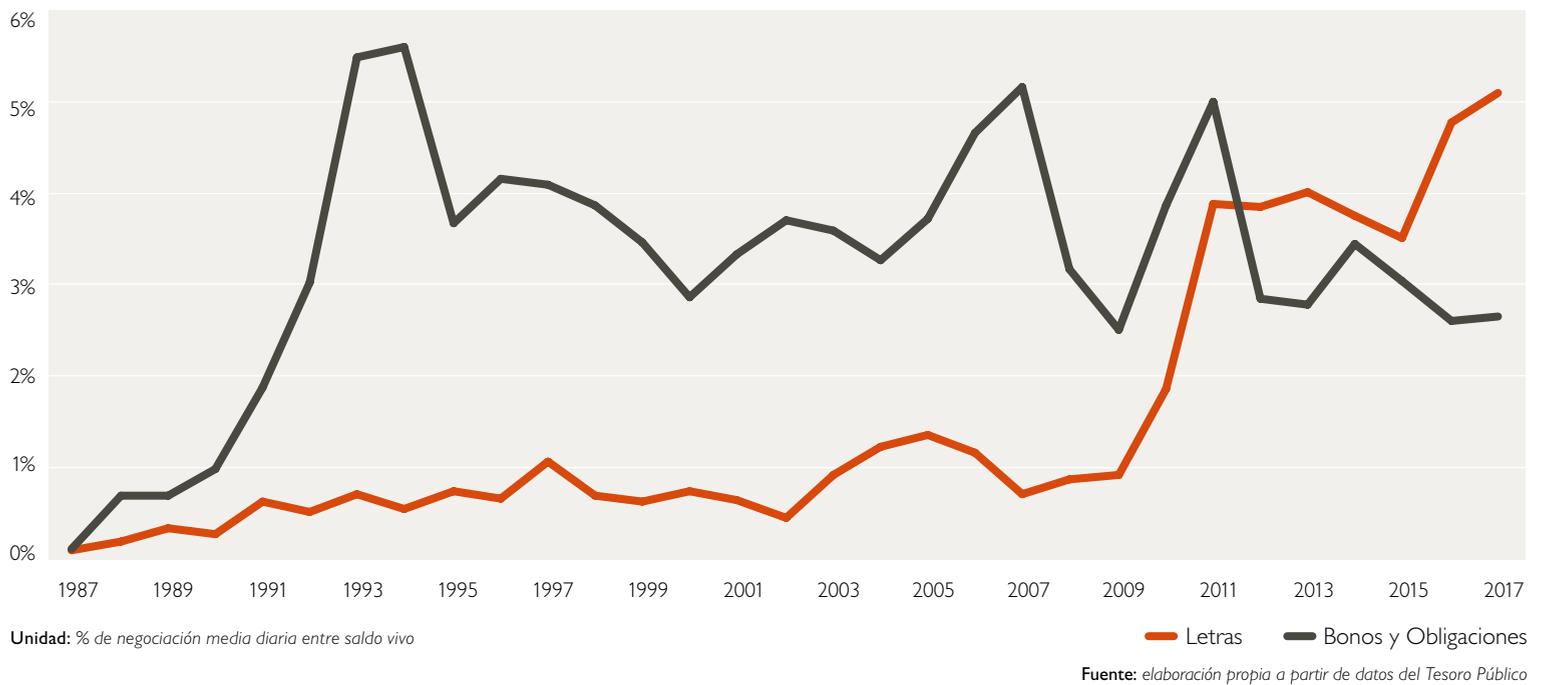
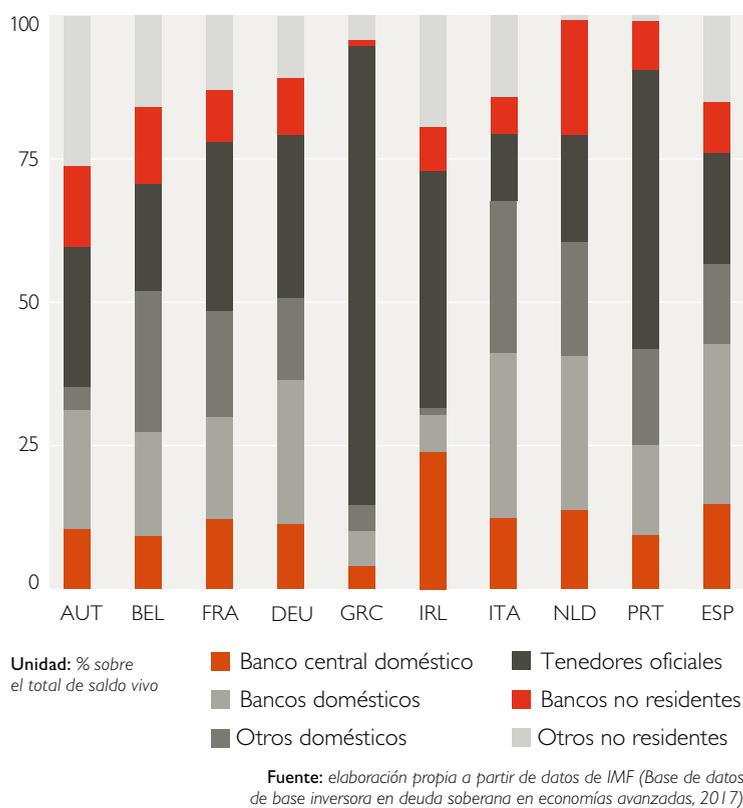


Gráfico 12. Tenencias de deuda del gobierno central por sector institucional en países de la UME a diciembre de 2016



correspondido a operaciones dobles (repos y simultáneas). Esto cambió a partir de 2009, año en que se inicia la crisis de deuda soberana europea. Desde entonces, la operativa a vencimiento ha ido ganando cuota sobre el total de negociación, situándose a mediados de 2017 en un 38%-34% para Letras y Bonos y Obligaciones respectivamente, frente a niveles promedio de 95% y 83% para el periodo 1987-2009. Este fenómeno se explica en parte por los fuertes vaivenes experimentados desde 2010 en la participación finalista de los inversores no residentes en el mercado de deuda del Estado (aspecto que se desarrolla a continuación) y, fundamentalmente, por el papel fundamental del BCE como prestamista de última instancia y a largo plazo en el mercado interbancario con colateral.

El último aspecto a destacar en nuestro repaso por treinta años de historia de la cartera de deuda del Estado hace referencia al papel de los inversores no residentes como tenedores de deuda y su relación con el coste, en términos diferenciales frente a otros emisores, de la misma.

El proceso de convergencia económica como vía de entrada en la UME y la adopción de la moneda única derivó en un movimiento paralelo de caída de diferenciales de rentabilidad entre la deuda del Tesoro y los países más estables (Alemania como principal referencia o benchmark) y aumento de la proporción de deuda del Estado en manos de no residentes. Este proceso de diversificación inversora desde el núcleo hacia la periferia

Gráfico 13. Tenencias de deuda del Estado española por parte de no residentes (% del saldo vivo) y diferencial de rentabilidad de la deuda a diez años frente a Alemania (puntos básicos)



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco de España, Bloomberg

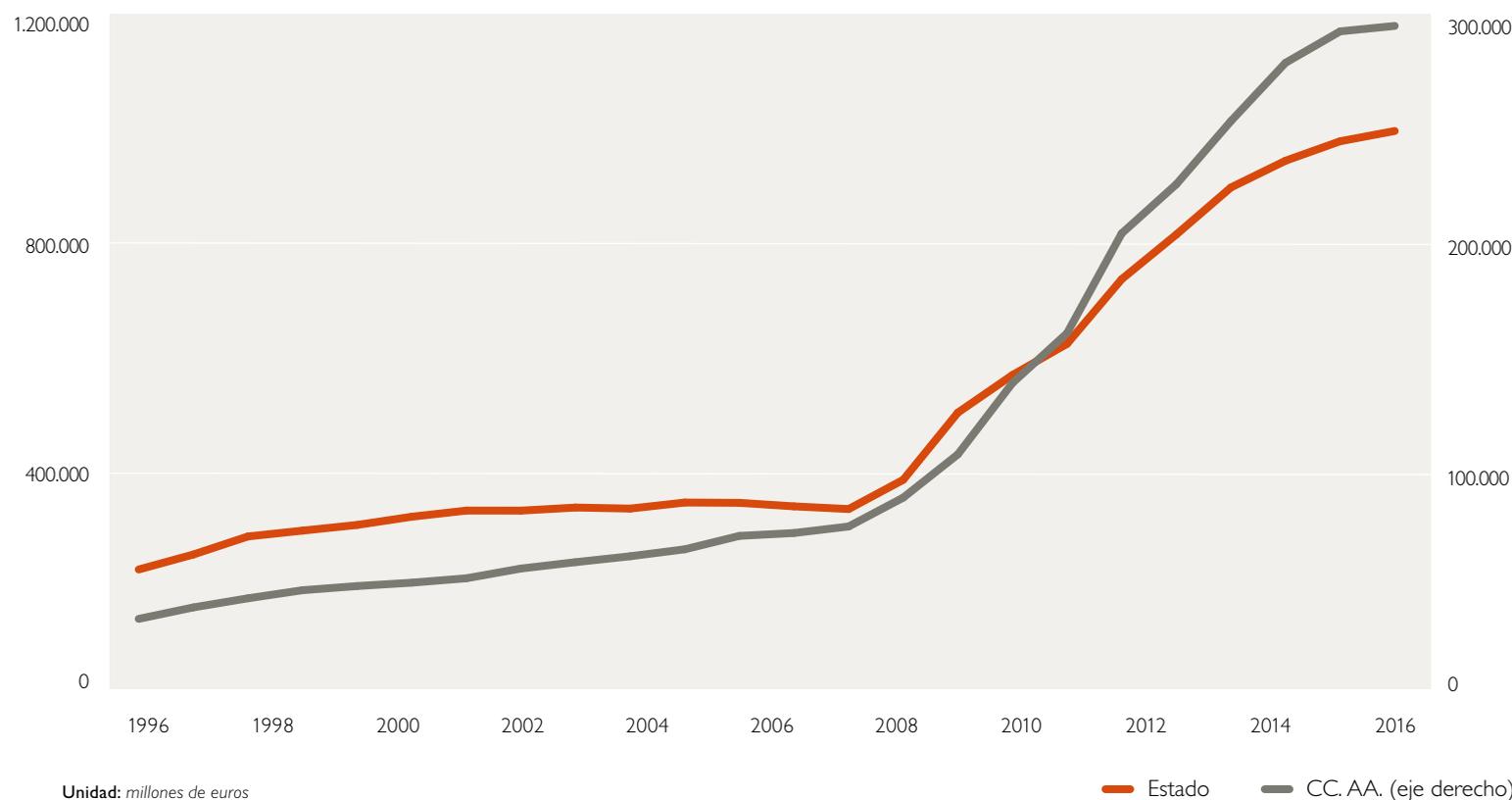
de la UME prosiguió durante los primeros años de Unión Monetaria, alcanzándose un máximo en 2007. A partir de entonces y coincidiendo con el inicio de las tensiones financieras de la crisis financiera global de 2008-09, y posteriormente la crisis de deuda soberana de los años 2010-12, las tenencias de deuda española por parte de inversores no residentes se redujeron fuertemente (desde el 50,1% alcanzado en la primavera de 2007 al 30,6% de junio de 2012). Durante este período, fue la banca doméstica la que acumuló de forma sustancial las tenencias de deuda, fenómeno que reforzaba el bucle de riesgo soberano-bancario que ha caracterizado a los países de la periferia durante toda la crisis.

A partir de entonces, y de forma paralela a la firme actuación del BCE para defender la irreversibilidad de la UME y el euro y a la fuerte recuperación experimentada por la economía española, las tenencias de deuda del Estado por parte de no residentes se han recuperado hasta alcanzar un 45% a mediados de 2017. De forma simétrica, las tenencias de deuda del Estado por parte del sistema bancario doméstico han experimentado una reducción significativa. Este proceso de ida y vuelta ha sido similar, si bien con alguna diferencia, para el conjunto de mercados de deuda soberana de la periferia de la UME.

Los vaivenes en el saldo relativo de tenencias de deuda del Estado en manos de no residentes han sido paralelos, si bien de forma inversa, a la evolución del diferencial de rentabilidad de la deuda española frente a la alemana: la fuerte reducción del nivel de tenencias de deuda en manos de no residentes del período 2010-2012 vino acompañada de un incremento sustancial de diferenciales de rentabilidad frente a la deuda alemana, que se situaron por encima de los niveles previos a la adopción del euro. La razón: la elevada incertidumbre existente en este período acerca de la sostenibilidad de la deuda de varios estados miembros y la existencia de riesgos de cambios en la configuración actual del área euro (el denominado riesgo de *reversibilidad*).

A partir de 2012, como se ha explicado anteriormente, la actuación del BCE y la recuperación de la economía española, además de la positiva gestión de otras situaciones en la periferia (Portugal, Italia, Grecia) ha permitido una reversión de la salida de inversores no residentes y, en paralelo, una vuelta a diferenciales de rentabilidad mucho más reducidos, aunque en todo caso superiores a los existentes en los años 2000-2007. No será hasta que la Unión Monetaria se perfeccione –vía mayor integración en materia fiscal, al menos–, un proceso

Gráfico 14. Evolución del endeudamiento de Estado frente a CC. AA. desde 1994



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Banco de España

que puede llevar años, cuando se den las condiciones para una vuelta a dicha situación.

Descentralización y recentralización de la deuda de las Comunidades Autónomas

Uno de los rasgos característicos de las finanzas públicas españolas es la descentralización creciente del gasto y, sin duda, también del endeudamiento. Tal es así que el segmento de administraciones sub-nacionales es el mayor de Europa después de Alemania. De hecho, es el sexto mercado mundial de deuda local y regional, por detrás solo de China, Estados Unidos, Alemania, Japón y Canadá.

En los últimos treinta años las CC. AA. han protagonizado una expansión extraordinaria en los mercados de capitales. En 1987 el conjunto de Gobiernos autonómicos apenas superaban un saldo vivo de apenas 3.000 millones de euros (473.000 millones de pesetas), y su acceso a los mercados de capitales era circunstancial. El peso en el gasto público de las CC. AA. sobre el total representaba el 20% a finales de los 80 y solo en las CC. AA. históricas del artículo 151 de nuestra Constitución

la presión del gasto se fue trasladando a la deuda de forma algo significativa.

Sin embargo, el peso del presupuesto de las CC. AA. se fue elevando progresivamente hasta representar más de un tercio del gasto público total, sobre todo desde que en 2002 se generalizara la asunción de competencias de sanidad, educación y servicios sociales en todas las Comunidades Autónomas de Régimen Común. Actualmente el gasto supone más de un tercio del conjunto y el endeudamiento un 25% del PIB, aproximándose a los 280 mil millones de euros.

En los primeros años, el grueso de la financiación era bancaria hasta que la crisis desencadenada a partir de 1992 obligó a las CC. AA. a buscar alternativas desintermediadas en los mercados de bonos internacionales, liderados por algunas regiones como País Vasco, Andalucía y Cataluña. El compromiso de mantener una presencia recurrente en los mercados y su protagonismo creciente en el proceso de descentralización permitió que los Gobiernos regionales fueran ganando credibilidad como prestatarios y posicionamiento entre el mercado primario de subnacionales.

Desde mediados de los noventa la presencia en los mercados de la CC. AA. fue continua. Normalmente se centraron en las

principales plazas e inversores europeos pero algunos gobiernos cruzaron el Atlántico en busca de mercados muy maduros y acostumbrados a la presencia de los estados federales como el estadounidense o canadiense e, incluso, alguna CC. AA. también intentó aproximarse al segmento doméstico japonés. Pero en general las CC. AA. concentraron su atención en el centro y norte de Europa, y lograron la confianza de mercados tan difíciles y aversos al riesgo como el alemán o de los países escandinavos.

El superávit del conjunto de las administraciones españolas durante el período de expansión económica permitió ganar solvencia ante los inversores y las agencias de rating a pesar de que de las algunas CC. AA. de mayor peso encadenaron desequilibrios continuos que obligaban con bastante frecuencia a elaborar los planes económico-financieros para corregir los desajustes presupuestarios.

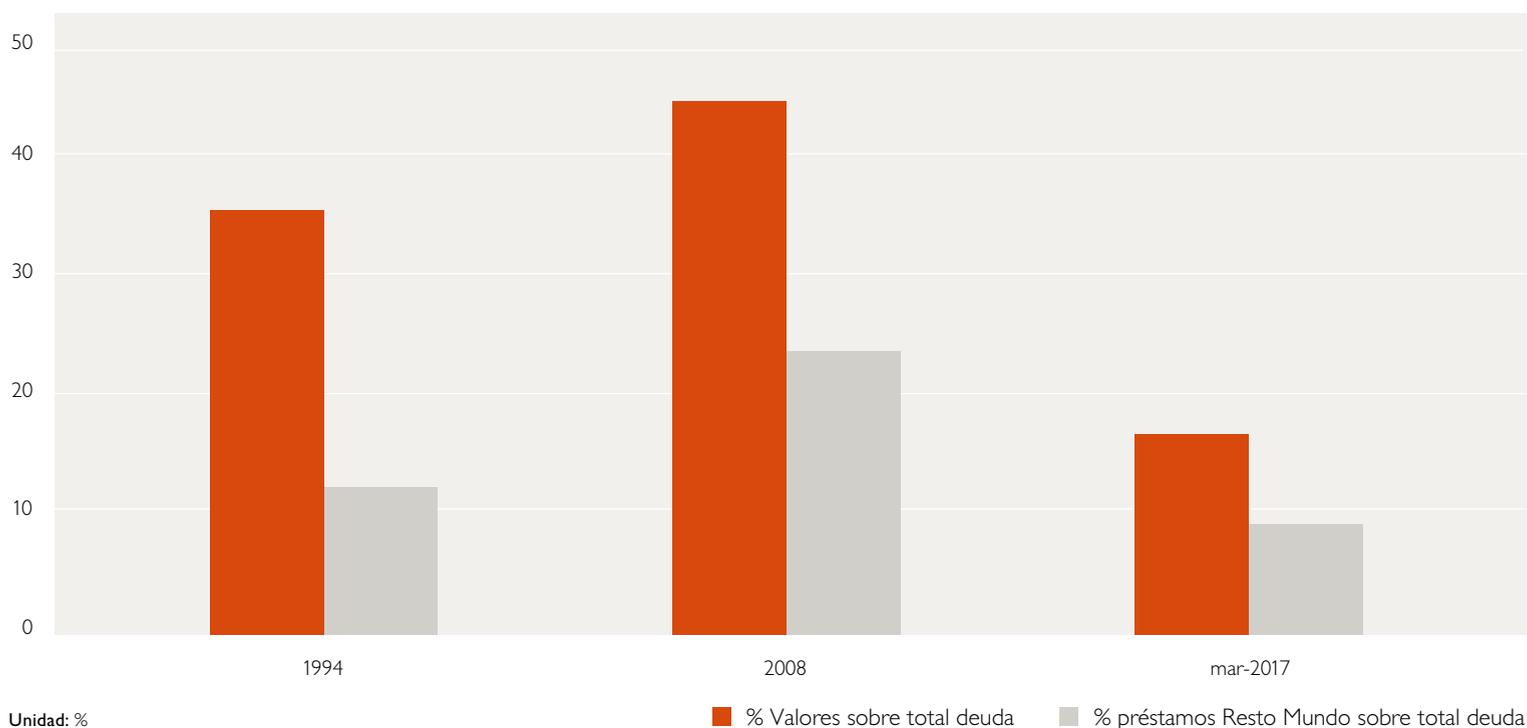
En cualquier caso, la buena aceptación del papel de las regiones y las elevadas calificaciones crediticias obtenidas –en su gran mayoría doble A–, facilitaron la financiación del déficit incluso en períodos de inestabilidad monetaria en la Europa previa a la Unión Monetaria. Aunque la peseta estuvo sometida a convulsiones permanentes –se devaluó cuatro veces en tres años–, las CC. AA. pudieron acceder al mercado con incrementos anuales del 20% de su deuda, apoyándose especialmente en las emisiones de títulos y valores.

De hecho, desde mediados de los 2000, los bonos se convirtieron en la alternativa preferente de endeudamiento de las regiones, demostrando su mayoría de edad entre la comunidad inversora y alcanzando volúmenes que hicieron cada vez más competitiva esta alternativa frente a las más tradicionales como los préstamos bancarios. Las CC. AA. de mayor tamaño y mayores necesidades de financiación atrajeron el interés de la banca anglosajona especializada que creó unidades enfocadas a conseguir los mandatos de nuevas emisiones.

El grado de sofisticación no puede decirse que fuera desmedido, aunque existía una diversidad de instrumentos desde los programas de Euronotas a medio plazo (EMTN) o papel comercial (ECP) a préstamos negociables en el mercado alemán (Schuldschein). En general la estrategia de financiación se concentraba en el largo plazo, pero también se diseñaron programas de valores a corto plazo –pagarés y papel comercial– que exigían una recurrencia para captar los excedentes de las tesorerías de empresas que buscaban un diferencial sobre las Letras del Tesoro.

Buena parte de esta fácil llegada a los grandes inversores institucionales se justificaba por el crecimiento de los recursos de las CC. AA. pero la crisis económica constató la fragilidad de algunos de los ingresos tributarios que mayor dinamismo habían demostrado durante la expansión económica y, en consecuencia,

Gráfico 15. Peso de valores y extranjeros en la deuda de las CCAA de 1994 ó 2001, 2008 y actual



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Banco de España

también de su estabilidad presupuestaria. Ya no solo por las cifras inquietantes del déficit sino también por las dudas sobre la credibilidad las cifras oficiales, lastradas por situaciones de liquidez al borde del colapso y la consolidación de deuda comercial o de proyectos de colaboración público-privada que no aparecían en la contabilidad. En pocos meses la situación se invirtió radicalmente y los mercados se fueron cerrando para la mayor parte de Gobiernos regionales.

La práctica más que discutible del Gobierno central de señalar a las administraciones territoriales como las principales culpables del deterioro de las finanzas públicas –nunca sumaron más de un tercio del desequilibrio presupuestario– y las alertas, a veces oportunistas, de algunos Gobiernos autonómicos entrantes en las elecciones de 2011, fueron minando su capacidad de llegada a los mercados de las CC. AA. Hasta que el Tesoro y el ICO comenzaron a diseñar medidas de liquidez que evitaran la aparición de los primeros casos de fallidos en el pago de la deuda –los proveedores acumulaban retrasos en el cobro de sus facturas de hasta dos años– los Gobiernos regionales vieron cómo se trasladaba a los costes de financiación esta pérdida de credibilidad con una ampliación insostenible de las primas de riesgo. Ante la alternativa de no pagar y las dificultades para ajustar un presupuesto con poco margen de discrecionalidad, algunos gobiernos intentaron apelar al ahorro de los inversores

minoristas colocando títulos de deuda a través de las redes bancarias, con lo que vino a denominarse de forma peyorativa como deuda patriótica. A posteriori desde luego la fórmula resultó arriesgada porque pudo trasladar a las familias las consecuencias de la falta de liquidez de los Gobiernos autonómicos, pero lo cierto es que no disponían de alternativas en un contexto en el que desaparecieron los inversores estables y con una orientación a largo plazo.

Durante algún tiempo, los vientos de la crisis atrajeron a otro tipo de financiadores mucho más oportunistas y cortoplacistas, demandando rentabilidades de dos dígitos más habituales en otras áreas geográficas. Las visitas de los denominados fondos *buitres* se hicieron frecuentes con ofertas de derribo sobre el patrimonio público –empresas públicas e inmuebles– y financiaciones estructuradas o exóticas a cambio de liquidez con responder a las obligaciones con proveedores y prestamistas. Tanto en el auge del mercado de bonos autonómicos como en el colapso posterior, las CC. AA. se percibieron como un riesgo homogéneo que apenas diferenciaba en solvencia, endeudamiento o sostenibilidad. Sin embargo, los mercados empezaron a discriminar en mayor medida que en períodos anteriores sobre la solvencia de los Gobiernos regionales. La vulnerabilidad a la crisis económica, la dinámica del sistema de financiación autonómica o el grado compromiso de los territorios con

Gráfico 16. Evolución de los diferenciales de las CC. AA. frente al Tesoro o curva de swaps (IRS)

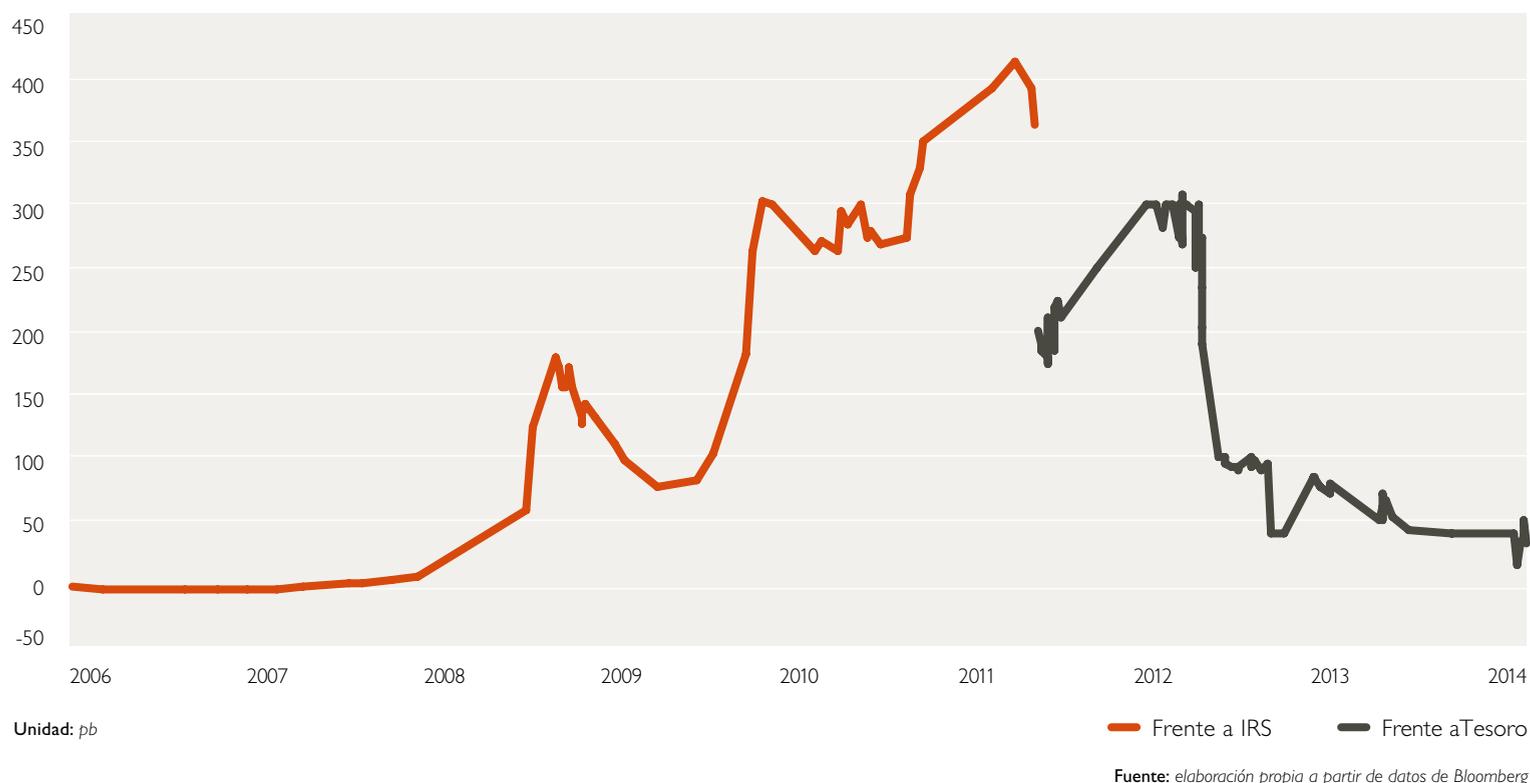
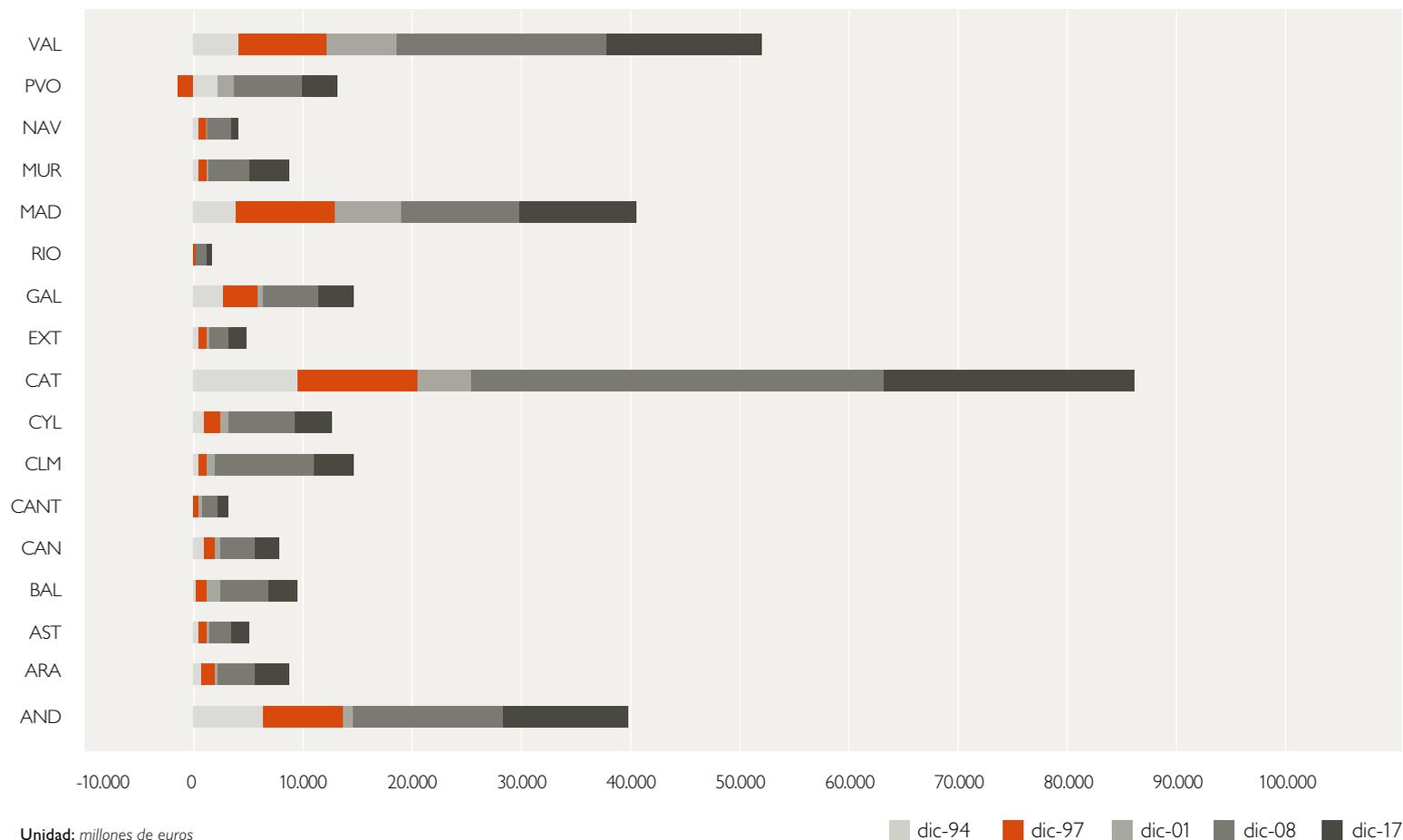


Gráfico 17. Aumento de la deuda por períodos



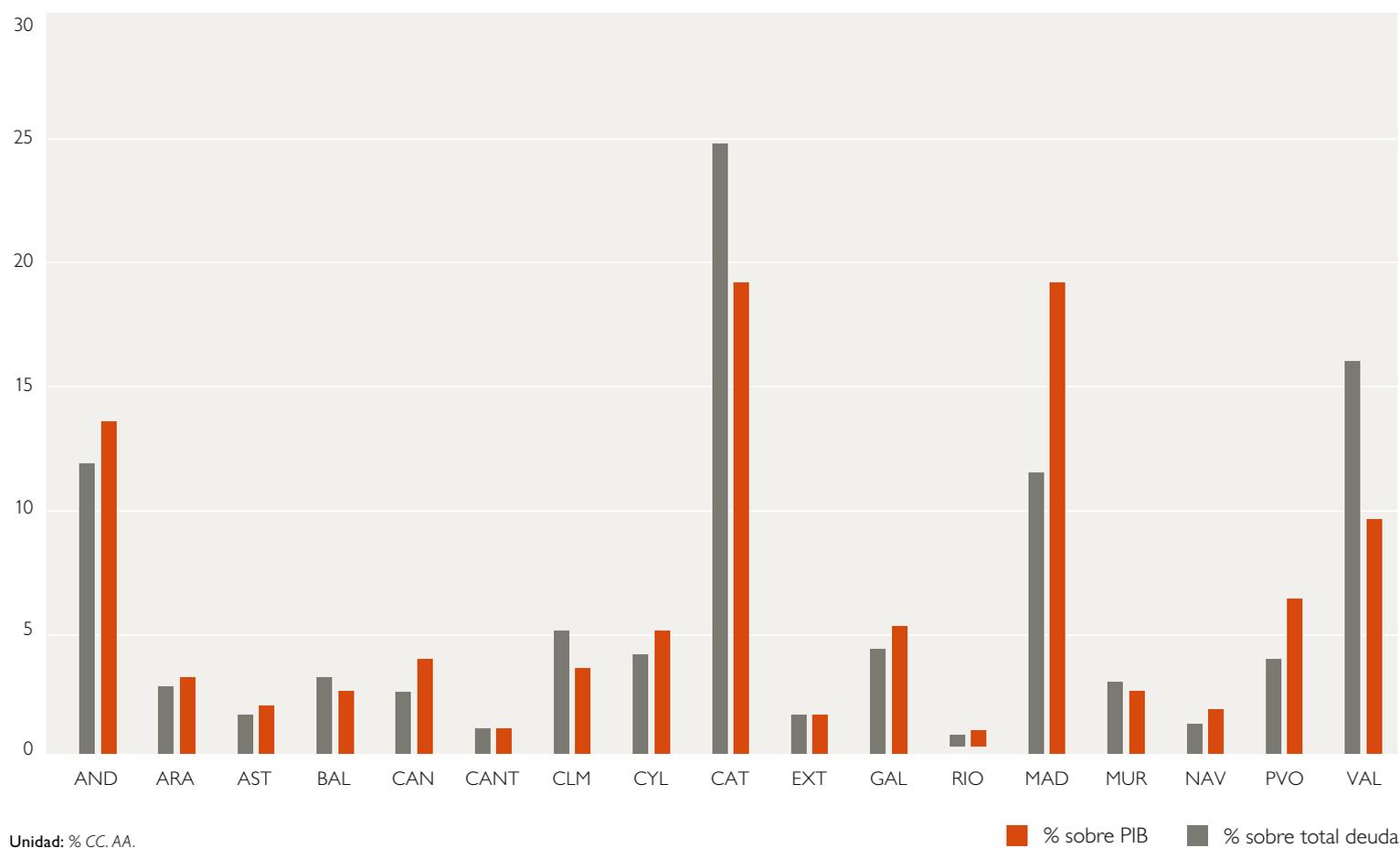
Fuente: elaboración propia a partir de datos de Banco de España

la disciplina presupuestaria, incidieron de forma muy heterogénea en las finanzas de las diferentes haciendas autonómicas. De hecho, el impacto ha sido muy diferente, tanto más cuanto más amplio sea el período de referencia. Mientras algunas CC. AA. han multiplicado su deuda por tres o por cuatro desde 1994 (Navarra, País Vasco, Andalucía o Galicia), en otras es veinte veces mayor o más (Balears o Castilla-La Mancha). En media la deuda autonómica se ha multiplicado por seis veces, que es más o menos como ha evolucionado en CC. AA. como Madrid, Cataluña o Canarias, aunque los ritmos han sido muy diferentes según los períodos. Paradójicamente cuando más creció la deuda, hasta triplicarse, fue en el período de la expansión económica desde 2002 a 2008 –con el traspaso de competencias sociales– mientras que de 1994 a 2002 aumentó un 60% y con la crisis desde 2008 hasta la actualidad aumentó un 50%.

Afortunadamente en Europa se atenuó la presión de la Comisión Europea sobre las economías del sur y el Banco Central

Europeo giró drásticamente en su política monetaria para inundar de liquidez el sistema financiero e iniciar un programa de adquisición de deuda pública que resultó determinante. Prácticamente coincidiendo con el inicio de este programa del BCE, que terminó propiciando adquisiciones de deuda pública muy superiores al endeudamiento neto del Tesoro, el Gobierno central diseñó el Fondo de Liquidez Autonómica (FLA). Este garantizaba el acceso a financiación a todos los Gobiernos regionales que lo solicitaran voluntariamente. Las bondades del FLA sobre la economía son poco discutibles y fue evolucionando sobre las primeras versiones del Fondo Financiero del Pago a Proveedores (FFPP) que se pusieron en marcha a través del ICO un par de años atrás. Probablemente se analizará como una buena práctica para crisis financieras venideras que dinamizar la liquidez y como medida contra cíclica en momentos de pérdida de confianza en el sector público sub-nacional, siempre y cuando la política monetaria esté alineada y quiera asumirse el coste que supone en términos de mayor endeudamiento público.

Gráfico 18. Peso de la deuda sobre el total y de la economía sobre el PIB



Fuente: elaboración propia a partir de datos de MINHAFPI, IGAE

Inicialmente el FLA se vendió como un rescate, lo que generó reticencias en Gobiernos regionales que no querían ver asociado su nombre a una percepción de riesgo de impago. De hecho, alguna agencia de rating amenazó con rebajas de la calificación a las CC. AA. que solicitaran el apoyo del FLA, como una constatación de falta de capacidad para hacer frente a los pagos. Posteriormente algunos lo interpretaron como la mejor forma de que el Gobierno central recuperase control e información sobre los Gobiernos regionales subvencionando el coste endeudamiento de las CC. AA. y presionado políticamente a las haciendas regionales para retirarse del mercado.

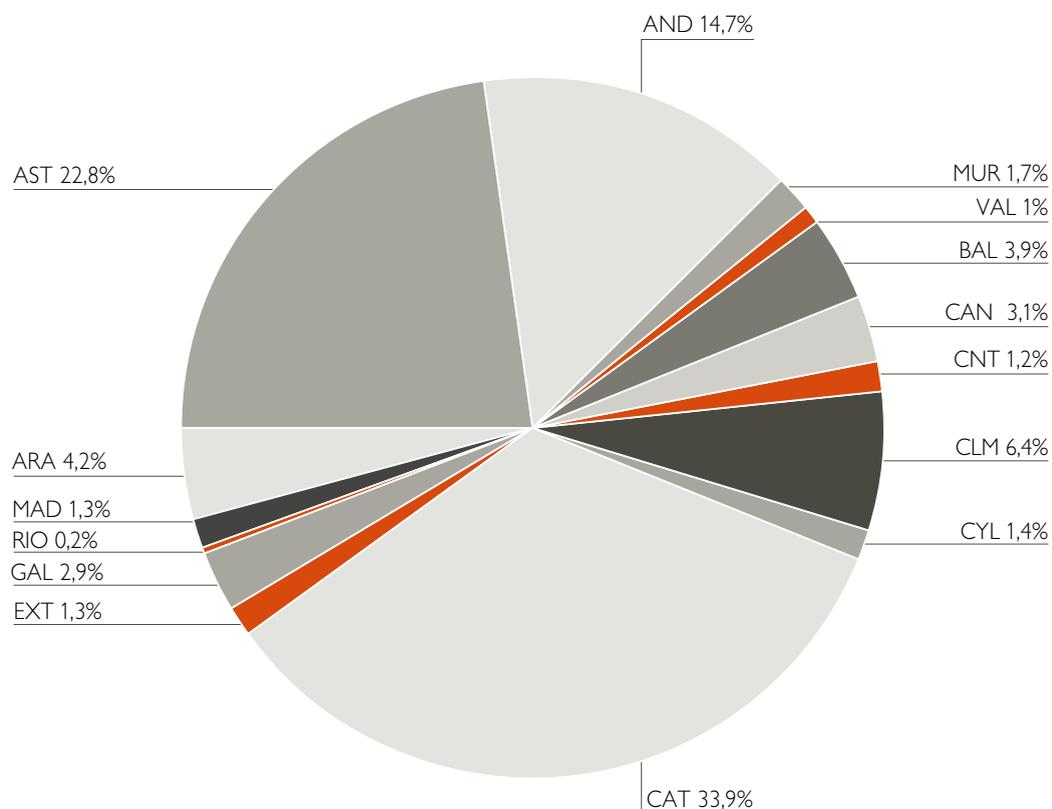
Algunas CC. AA., en cambio, siempre vieron en esta política centralizadora de la financiación una forma de menoscabar la autonomía financiera por la condicionalidad explícita que implicaba la solicitud de adhesión. Al Estado también le ha servido como una medida compensatoria por la insuficiencia del sistema de financiación, aunque solo han podido beneficiarse a posteriori los que han acudido a esta vía de emergencia

sin que las condiciones ni las reglas de juego hayan estado claras desde el principio. Es cierto que pueden encontrarse razones que justifiquen el vínculo entre infrafinanciación y sobreendeudamiento, pero hay criterios más que discutibles en el proceso de reparto de recursos al margen del sistema de financiación que el Gobierno central ha gestionado a su completa discrecionalidad, a costa de sobre-endeudar a las CC. AA. y alejar cada vez más a los inversores.

En estos cinco años han vencido alrededor de 150.000 millones de euros de los cuales una parte significativa era papel en manos de financiadores extranjeros que no ha podido refinanciarse en el mercado, perdiendo la base inversora y el grado de penetración en las principales plazas financieras europeas que se había logrado en las dos décadas anteriores.

Como consecuencia de todo ello, el FLA ha acumulado más del 50% de la deuda de las CC. AA. y en algunos casos este porcentaje se elevó hasta el 75%. El mercado español de deuda sub-nacional ha pasado a ser centro de atención de la

Gráfico 19. Reparto del FLA entre CC. AA., 2017



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Banco de España

banca y los fondos internacionales a ser actor secundario frente a otros países que, teniendo un modelo de Estado mucho más centralizado que el español, están fomentando que sus ayuntamientos y regiones se vean en la obligación de responder no solo antes sus ciudadanos sino también ante la comunidad inversora y las agencias de rating, como es el caso de los países nórdicos, Italia o Francia.

A la postre, parece que la crisis económica también nos ha deparado un replanteamiento del papel y las responsabilidades de los diferentes niveles de gobierno amparándose en la suficiencia financiera. A los gobiernos locales, aunque exhiben una salud financiera más que constatada, se cuestiona su capacidad de planificar su gasto, obligando a embalsar miles de millones de euros en liquidez improductiva mientras el peso de la inversión pública sigue cayendo año tras año. Y a los Gobiernos regionales se les restringen las vías de financiación, retrasando, por un lado, la actualización de un modelo que no proporciona ingresos suficientes para sostener el sistema de bienestar; y por otro lado, coartando el acceso a los mercados

de valores a cambio de acceder a recursos adicionales a quienes cumplan determinados requisitos de control del Gobierno central para adherirse a mecanismos de liquidez que, no olvidemos, alimenta indirectamente el BCE.

Es evidente que nuestro modelo de Estado adolecía de debilidades como, por ejemplo, la disponibilidad de información pública o de responsabilidad fiscal de los gobiernos sub-nacionales que la crisis y las demandas sociales han contribuido a corregir. Pero no es menos cierto que la fuerza de los hechos y, sobre todo, la capacidad que a un gobierno central otorga la administración de la caja, están reduciendo la autonomía de las administraciones territoriales trasladándolas el rigor que, por el momento, no ha sido capaz de cumplir. Y entre las consecuencias de esta estrategia, se mantiene una clara indefinición sobre el papel de las CC. AA. como prestatarias y el futuro de la financiación autonómica, que de momento pasa un año más por la centralización a través del Tesoro y el registro de nuevas cifras récord de endeudamiento.

Bibliografía y fuentes citadas

- Avance de la Actuación Económica y Financiera de las Administraciones Públicas*: http://www.igae.pap.minhafp.gob.es/sitios/igae/es-ES/ContabilidadNacional/infadmPublicas/Documents/Informes%20Anuales/Avance_AAPP_2013.pdf Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2013.
- Domínguez Martínez, José M. y López Jiménez, José M^a. (2012): *La reforma de la política de estabilidad presupuestaria en España: análisis de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera*, Documentos de Trabajo 9/2012, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social.
- Esteve, V. (2017): *Series macroeconómicas fiscales de la economía española, 1964-2016*, Departamento de Economía Aplicada II, Universidad de Valencia, mimeo.
- García Roca, J.(2013): *El principio de estabilidad presupuestaria y la consagración constitucional del freno al endeudamiento*, Crónica Presupuestaria 1/2013, IEF.
- Escuela de Finanzas Aplicadas. Grupo Analistas, *Guía del Sistema Financiero Español, 3^a a 7^a Edición*, Madrid, febrero 2000, 2005, 2008, 2012 y 2015.
- Escuela de Finanzas Aplicadas. Grupo Analistas (2000): *Los Mercados de Deuda del Área Euro*, Madrid, junio.
- Geneva, W. (2001): *Government Bond Markets in the Eurozone*, Wiley, 2001. Editado por Afi.
- Amor, J.M.; Ruiz A.(2000): “La política de canjes de deuda y su repercusión en la Deuda pública”, *Actualidad Financiera*, enero.
- Amor, J.M.(2001): “Evolución reciente en los principales mercados de Deuda Pública (1999-2001)”, *Actualidad Financiera*, 1^{er} trimestre.
- Amor, J.M.(2003): “El mercado mundial de renta fija: evolución, estructura y tendencias”, *Actualidad Financiera*, 1^{er} trimestre.
- Amor, J.M. y Prieto, J.(2004): “Posibles vías de mejora en la gestión del endeudamiento de las comunidades autónomas españolas de cara a los próximos años”, *Análisis Local*, N^o. 57.
- Amor, J.M.; Pou, V.(2004): “Comunidades Autónomas ante la estabilidad presupuestaria”, *Cuadernos de Información Económica*, N^o. 179, marzo/abril.
- Amor, J.M.(2005): “La cartera de deuda del Estado español: Evolución reciente y comparativa frente al resto de emisores soberanos de la UME”, *Cuadernos de Información Económica*, N^o. 189, noviembre/diciembre.
- Amor, J.M.(2012): “Structural weaknesses of the Spanish government debt repo market and their implications during the crisis”, *Spanish Economic and Financial Outlook*, marzo.
- Amor, J.M.(2012): “Evolution of Spanish government debt holdings”, *Spanish Economic and Financial Outlook*, mayo.
- Amor, J.M.; Arregui. M.(2012): “Evolución del mercado de deuda pública español”, *Cuadernos de Información Económica*, N^o. 229, octubre.
- Amor, J.M., Arregui M.; Cantalapiedra. C.(2013): “La financiación de las Administraciones Públicas españolas en 2013”, *Cuadernos de Información Económica*, N^o. 232, febrero.
- Cantalapiedra C.; Jiménez, S., Respuesta favorable de los mercados en la financiación de las CC. AA., España 2016, un balance. Colegio de Economistas de Madrid.
- Cantalapiedra C.; Jiménez, S. (2015): *El estado y su estrategia centralizadora de la deuda autonómica. España, un balance*. Colegio de Economistas.
- Cantalapiedra C.; Jiménez, S. (2017): “Financiación de las Comunidades Autónomas: entre el FLA y los mercados”, *Spanish Economic and Financial Outlook*, enero.





Empresa española: logros y retos

Irene Peña
Arturo Rojas



La evolución de la empresa española en los últimos 30 años ha estado ligada a los cambios de carácter social, económico y político de nuestro entorno. Se observa cierta convergencia en las características del tejido empresarial español hacia los estándares europeos si bien el tamaño continúa siendo uno de los grandes condicionantes de nuestra economía, con una escasa participación de empresas medianas y grandes que influye en un menor número de empleados por empresa, en un modelo de financiación con baja participación de la inversión privada y en unos mayores niveles de autoempleo. Se observa, no obstante, una mayor convergencia en el grado de internacionalización de las empresas que, en parte obligadas por la debilidad de la demanda interna a raíz de la crisis financiera global de 2007, han experimentado un avance significativo en su proyección exterior, con un crecimiento intenso de las exportaciones tanto a países del entorno europeo como a Asia, América del Norte o África. Por último, también en el período más reciente de análisis, se han producido cambios en el modelo de financiación de la empresa española tendentes a un menor apalancamiento y una mayor diversificación en las fuentes de financiación que es previsible que se acentúen en el medio y largo plazo.

Las empresas, como organización y parte de la sociedad, son un sistema vivo que, como tal, cuenta con la capacidad para adaptarse a los cambios en su entorno. Una mirada a la evolución de la empresa española en los últimos años así lo demuestra, observándose en las últimas tres décadas una completa metamorfosis en aspectos clave de su organización como son la especialización productiva, la diversificación en sus fuentes de ingresos y su modelo de financiación.

Gran parte de estos cambios han obedecido a transformaciones en el entorno económico y social, tanto de carácter positivo, como pudo ser el ingreso en la Unión Europea en 1986 o la entrada del Euro en 1999, como de carácter más negativo, normalmente relacionados con crisis económicas como la experimentada a principios de los años 90 o la reciente crisis financiera global de 2007. Esta capacidad de adaptación es la que, entre otros factores, ha determinado la supervivencia de determinadas organizaciones en el tiempo y, asimismo, la desaparición y pérdida de importancia de aquellas empresas o sectores que no han evolucionado según estos cambios.

Por otro lado, es importante destacar que la empresa española forma parte, desde 1986, de un espacio económico mayor como es la Unión Europea. En un entorno cada vez más globalizado, la evolución del tejido empresarial no está únicamente limitada al contexto nacional sino a la evolución de sus iguales europeas y a los cambios en el entorno económico mundial.

Por ello, a lo largo de este capítulo trataremos de analizar cuál ha sido la evolución de la empresa española en el contexto europeo y cuáles han sido los detonantes tanto internos como externos de este proceso de evolución viva.

Tejido empresarial en el contexto europeo

Analizar a día de hoy la empresa española a través de su evolución en los últimos treinta años arroja una visión ciertamente contradictoria en la que, por un lado, se identifica una clara convergencia del tejido empresarial hacia los estándares europeos y en la que por otra, muchos de los tradicionales condicionantes para el crecimiento sostenido de nuestra economía se han mantenido sin variaciones significativas.

Uno de los condicionantes básicos ha sido, y continua siendo, el tamaño medio de la empresa en nuestra economía. A partir de la última información disponible publicada por el INE y Eurostat, podemos observar que en la actualidad el 95,7% del total de empresas son micro (de 0 a 9 empleados), mientras que tan solo un 0,1% del total de empresas españolas son grandes (más de 250 empleados). Adicionalmente, es especialmente relevante el hecho de que el número de autónomos en España es

de 1,5 millones, superando holgadamente el número total de empresas con asalariados (1,3 millones).

Las principales diferencias con respecto a países de nuestro entorno se sitúan en la parte baja del tejido empresarial, con una participación que en media de la UE se sitúa en un 92% del total de empresas, y en la parte mediana, donde el peso relativo en los países de la UE se sitúa por encima del 1%.

La menor participación de empresas medianas y grandes en el tejido empresarial ayuda a explicar las diferencias en el tamaño medio medido en número de empleados¹. Así, en el caso de España, la dimensión media se sitúa en 4,7 trabajadores, un registro sensiblemente inferior al de las empresas de los principales países de la UE (6 en Francia, 11 en Reino Unido y 12 en Alemania) española que hemos señalado.

¿Es el tamaño medio de nuestras empresas en sí mismo un problema? Son varios los argumentos que apuntan en esta dirección. Así, por ejemplo, el tamaño de una empresa y su capacidad de internacionalizar su modelo de negocio presenta una correlación positiva, es decir, cuánto más grande es una empresa más probable es que sea capaz de consolidar su presencia en el extranjero y con ello de diversificar su cuenta de resultados.

También el tamaño está relacionado con el modelo de financiación de las empresas. Cuanto menor es el tamaño, mayor dificultad tiene la empresa para acceder a fuentes de financiación de mercado y, por lo tanto, mayor es su dependencia de la financiación bancaria y/o de los fondos propios de sus propietarios. Dar la entrada a nuevos agentes que sean capaces de financiar diferentes riesgos es una condición necesaria para dirigir la especialización productiva de nuestras empresas hacia modelos que permitan mover su tamaño y la productividad de la economía en el mismo sentido.

Así mismo, existe una asociación positiva observada empíricamente entre el bienestar de los países, medido en términos de renta per cápita, y la dimensión media de las empresas, medido por el número de asalariados por empresario. En este sentido, la renta per cápita de los países muestra una alta asociación positiva con el porcentaje de personas ocupadas como asalariados y, puesto que el complemento a los asalariados es el número de autoempleados, una alta asociación negativa con el nivel de autoempleo².

1. Peña, I. y Guijarro, P. (Afi) (2016): "La Circular pyme como respuesta a la heterogeneidad del tejido empresarial en España", *Cuadernos de Información Económica*, Funcas, septiembre 2016.

2. Huerta y Salas(2014): *Tamaño de la empresa y productividad de la economía española. Un análisis exploratorio*; Mediterráneo Económico.

En cuanto a la especialización productiva, el peso de los diferentes sectores en España sobre el valor añadido bruto (VAB) refleja una evolución bastante similar en las economías europeas que, no obstante, ha sido más acentuada para algunos sectores. Así, la construcción y el sistema financiero, que crecieron con intensidad durante el decenio previo de la crisis, son los que en términos comparados habrían sufrido también un mayor ajuste relativo, experimentando una reducción en su importancia sobre el PIB del 38% y 17% respectivamente en 2016 frente a sus niveles de 1996. En la UE-12 estos porcentajes han sido del 16% y 4%. Por otro lado, también se observa un mayor crecimiento en las actividades profesionales, científicas y técnicas para el mismo período en España (56%) que en la UE-12 (22%) si bien su peso sobre el PIB continúa siendo más reducido (8,7% frente 11,1%).

La agricultura, que ha sufrido su propio proceso de reconversión, ha ido cediendo peso en la estructura productiva en los últimos treinta años, pasando a representar tan solo un 2,6% del PIB de 2016 y con una aportación al crecimiento del 0,11%. No obstante, y a pesar de que se observa un claro proceso de convergencia, el peso de la agricultura sobre la producción nacional sigue siendo algo superior al medio de la UE-12 (1,5%).

Otro de los rasgos de nuestro tejido empresarial es una alta capacidad de creación de empresas que, no obstante sufre una elevada tasa de mortalidad nuevamente ligada a la cuestión

del tamaño. Así, aunque la tasa de creación de empresas es similar en España a la de otras economías europeas, la mayor parte de esta nueva creación se refiere a empresas sin asalariados que normalmente carecen de los recursos necesarios para garantizar su supervivencia en el medio plazo. Según datos de Eurostat para 2013, la tasa de supervivencia de las empresas españolas a su primer año de creación es del 70% frente a una tasa próxima al 90% para empresas constituidas con más de 10 asalariados.

Así mismo, el aumento de la importancia de los autónomos durante la reciente crisis ante las elevadas tasas de desempleo habría presionado a la baja estas tasas de supervivencia al tratarse, en su mayoría, de actividades con bajo valor añadido. Una reorientación, dirigida a la formación de emprendedores e intensificar el uso del capital y la tecnología es esencial para configurar un tejido empresarial más resistente y con mayor capacidad de contribuir al crecimiento económico.

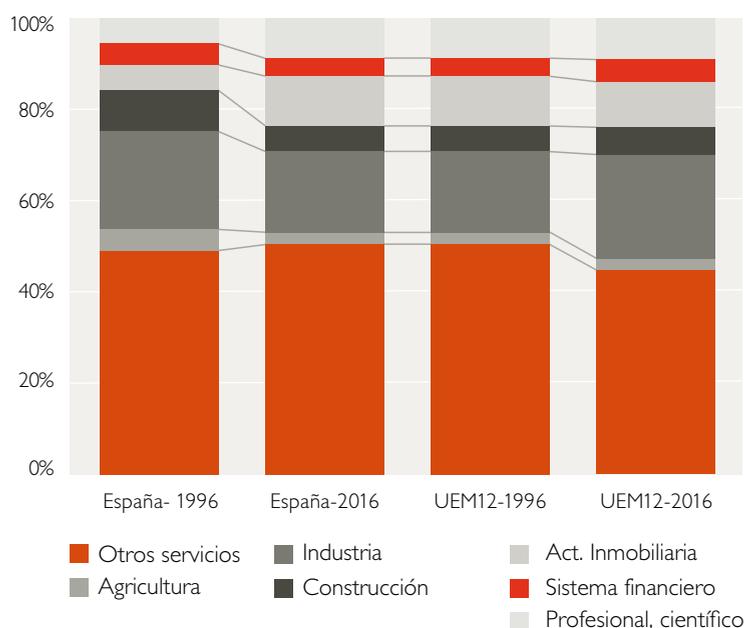
Internacionalización de la empresa española

Una mayor convergencia se ha producido en el proceso de internacionalización de la empresa española, ya que desde el ingreso de España en la Unión Europea en 1986, nuestra economía ha experimentado un avance significativo en su proyección exterior. La adopción de la moneda única europea, junto con la consolidación de los bajos tipos de interés y la mejora en las condiciones de la financiación de las empresas, fomentaron la reorientación del tejido empresarial hacia mercados exteriores y la ejecución de procesos de innovación³.

A partir de 1995, el grado de apertura de la economía española, medida como el peso de las exportaciones sobre el PIB, ha aumentado notablemente. El crecimiento del peso de las exportaciones es más significativo desde el año 2009 debido a que muchas empresas optaron por la internacionalización como medida para compensar la debilidad de la demanda interna causada por la crisis financiera iniciada en 2007, no solo a través de exportaciones sino también mediante inversiones directas. De este modo, tal y como se puede observar en el gráfico 2, las empresas españolas pasan, a partir de este año, de ser importadoras netas a ser exportadoras netas.

La apertura de las empresas españolas al exterior se ha producido de manera dominante hacia países de la Unión Europea, siendo Francia, Alemania, Italia, Reino Unido y Portugal los países que concentran el 51,9% de las exportaciones según la última información disponible del ICEX.

Gráfico 1. Peso de factores sobre VAB

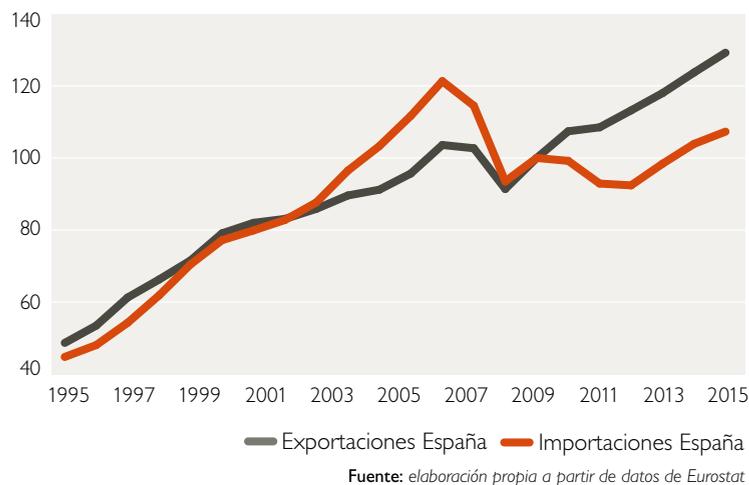


Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat

3. Afi, Informe semanal 509, Octubre 2014.

Gráfico 2. Importaciones y exportaciones como porcentaje del PIB

Evolución comercio exterior (1995=100)



Exportaciones como porcentaje del PIB

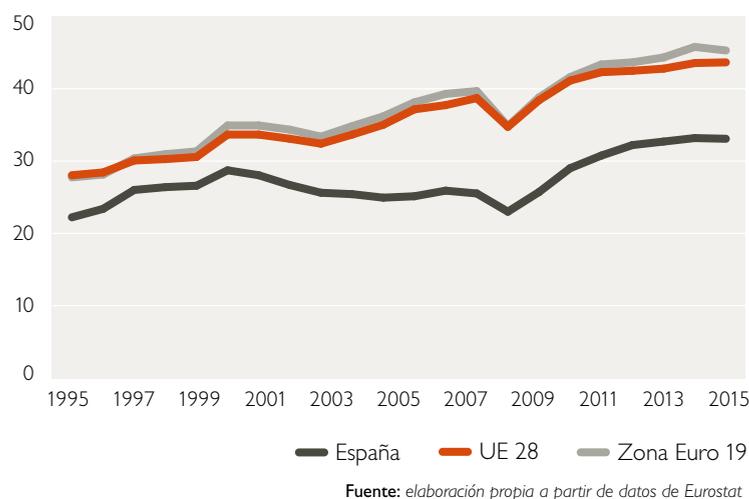
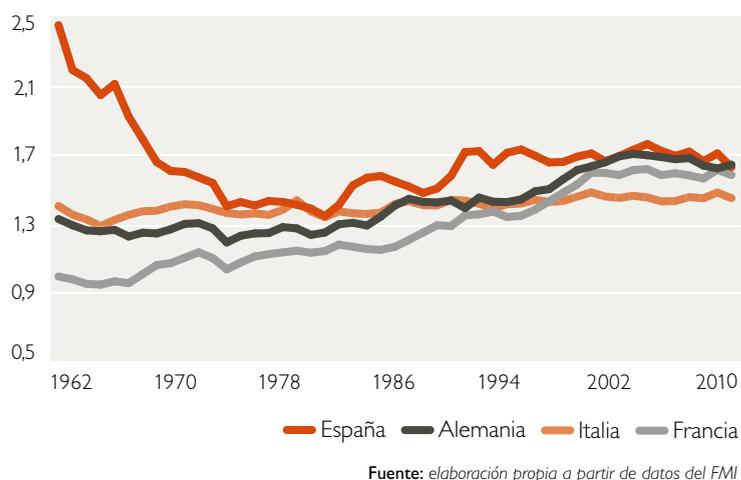


Gráfico 3. Índice de Diversificación Exportador



Entre los motivos de la orientación de las exportaciones españolas al mercado europeo se encuentra su proximidad –dentro del entorno europeo los principales países receptores de las exportaciones españolas destacan por su mayor proximidad a la península– y la existencia de aranceles para exportar fuera de la Unión Europea.

No obstante, España destaca por ser una de las economías europeas que más ha diversificado el destino final de sus exportaciones hasta converger en los mismos niveles que sus pares europeos. Así lo indica el Índice de Diversificación Exportador elaborado por el FMI y que cubre el período 1962-2010 (ver gráfico 3). Valores más elevados del índice indican menores niveles de diversificación.

En el período más reciente 2011-2016 el crecimiento de las exportaciones españolas ha sido más intenso en términos relativos hacia otras regiones como son Asia, América del Norte (principalmente EEUU) y África (principalmente Marruecos) para las que las exportaciones habrían registrado un crecimiento acumulado en el período del 42%, 41% y 39% respectivamente, muy por encima de los crecimientos registrados en la Unión Europea (18%), si bien es cierto que partiendo de unos niveles absolutos muy inferiores.

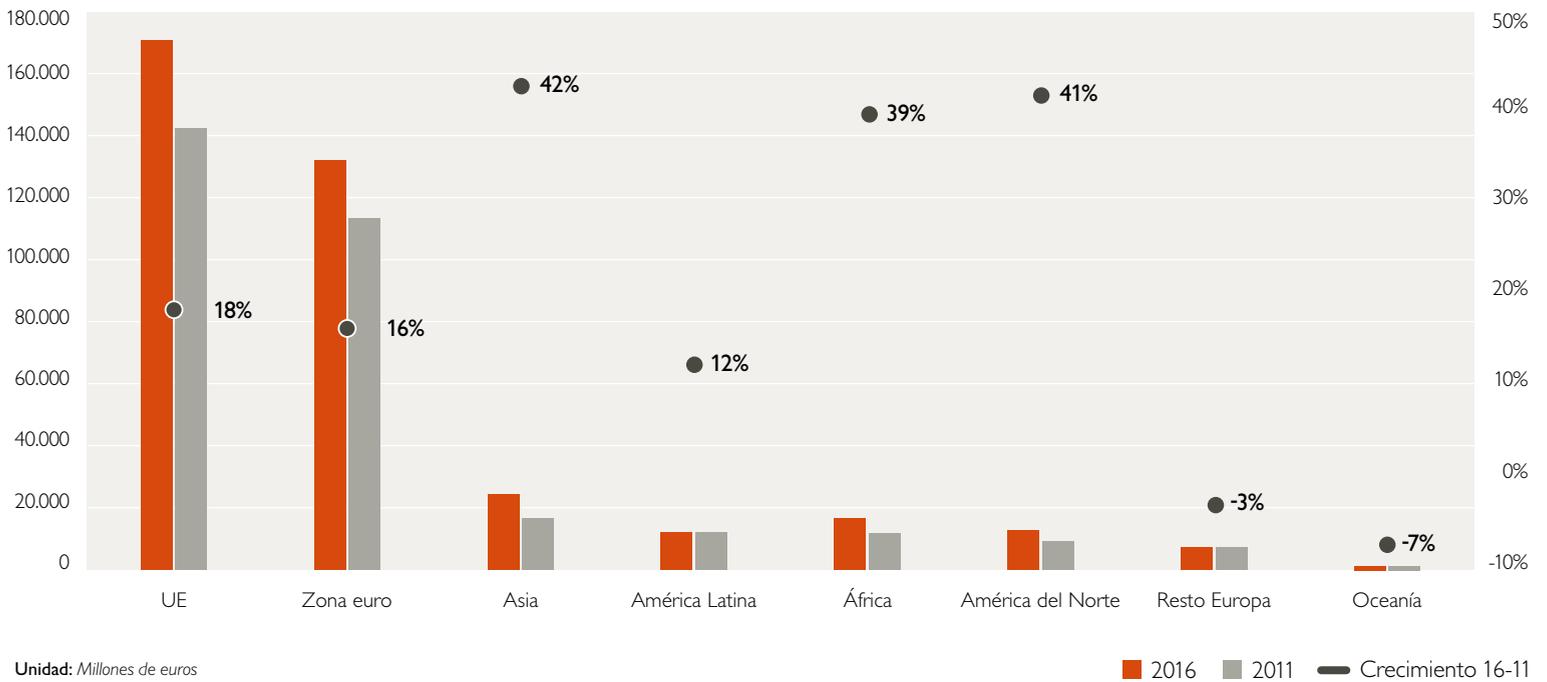
El porcentaje de empresas exportadoras se ha más que duplicado desde 1990 pasando de representar una proporción del entorno del 30% a principios de década a un porcentaje superior al 70% en la actualidad. Se continúa observando una correlación positiva entre el tamaño de la empresa y su propensión a exportar: el 95% de las grandes empresas son exportadoras mientras que este porcentaje se reduce al 50% para las empresas con menos de 50 trabajadores⁴.

La supervivencia de la actividad exportadora está, igualmente, correlacionada con el tamaño de la compañía, por lo que las pymes continúan mostrando ciertas dificultades para consolidar su actividad internacional. Así mismo, dentro de las características individuales de las empresas exportadoras, destaca la incidencia positiva sobre la probabilidad de exportar de forma estable de la realización de inversión directa en el exterior y de la participación de capital extranjero en la estructura de propiedad de la empresa⁵. En cuanto a la evolución de la propensión exportadora de las empresas, definida como el porcentaje de las ventas totales que van destinadas al mercado internacional, los datos reflejan un considerable crecimiento de las exportaciones en la cuenta de resultados de las empresas, especialmente a partir de 2009, en un claro ejercicio de las empresas españolas por adaptarse a un entorno económico recesivo de la demanda nacional.

4. Informe sobre la pyme 2014, Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

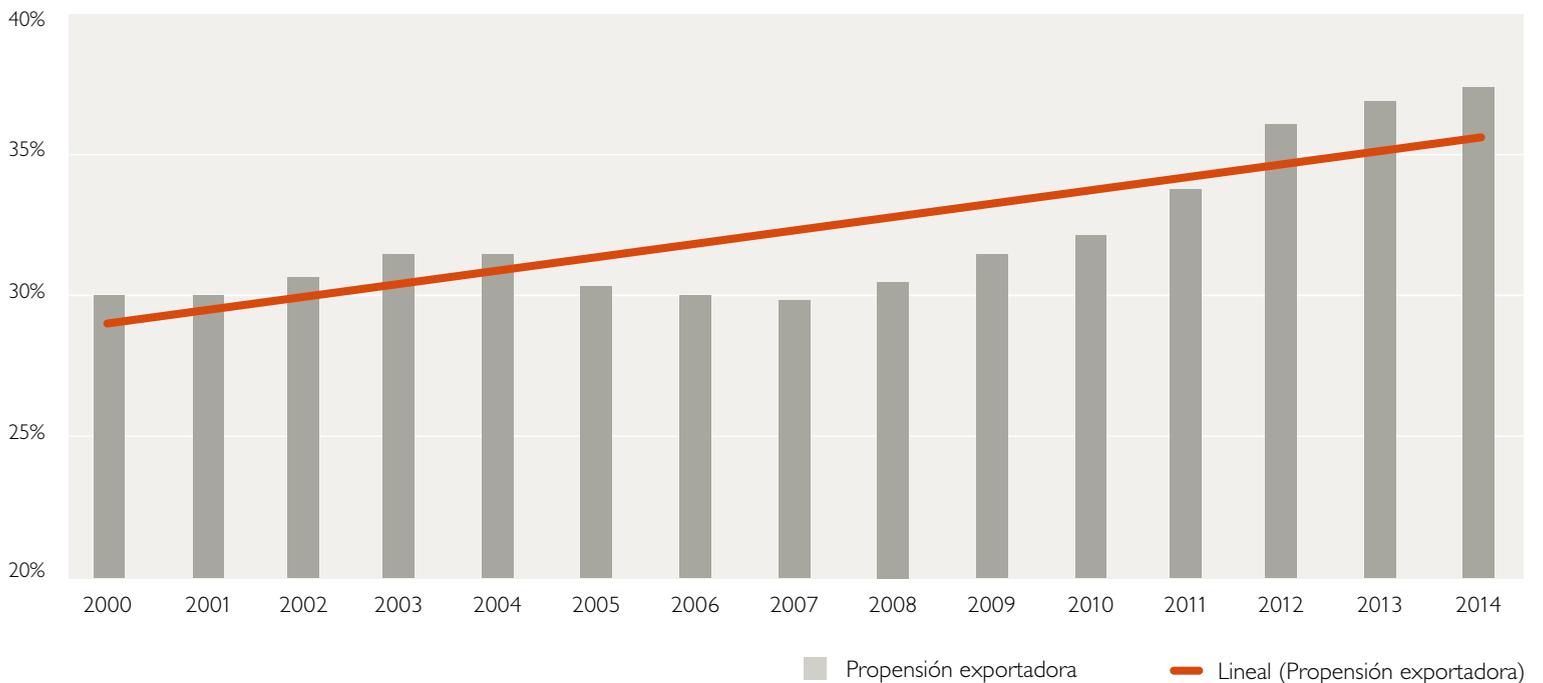
5. Galán Lucha y Martín Machuca, 2012

Gráfico 4. Exportaciones por zonas



Fuente: elaboración propia a partir de datos de ICEX

Gráfico 5. Propensión exportadora



Fuente: elaboración propia a partir de datos de ICEX

Una mirada al modelo de financiación de la empresa española

Por último, nuestro análisis sobre la empresa española presta una atención especial a los cambios experimentados en el modelo de financiación y a los que se espera se produzcan en el medio plazo. España, al igual que la mayoría de economías europeas a excepción de Reino Unido, se ha caracterizado tradicionalmente por tener un modelo de financiación apoyado fundamentalmente en la financiación bancaria, en contraposición a los modelos basados en mercados (*market-based*) como el que caracteriza a la economía estadounidense.

Son varios los factores que han determinado tradicionalmente este patrón de financiación. Por un lado, la ya comentada atomización del tejido empresarial español en un gran número de autónomos y empresas de tamaño micro y pequeño ha supuesto un obstáculo para que las empresas hayan podido dirigirse a canales de financiación alternativos a la banca tradicional como los mercados de capitales. Y también para que los inversores pudieran elaborar un análisis de riesgos profesionalizado al igual que ocurre con las grandes empresas.

Por otro lado, el contexto de elevada liquidez y eficiencia de nuestro sistema financiero facilitó durante un prolongado período de tiempo financiación ininterrumpida a la empresa. Esta disponibilidad de financiación y, adicionalmente, las condiciones competitivas del crédito bancario, han provocado hasta la reciente crisis financiera que las empresas no hayan tenido necesidad de desarrollar las capacidades ni el interés por acceder a otros proveedores de financiación.

Por último, existen también factores culturales en la empresa española, hacia una mayor preferencia por el endeudamiento frente a fuentes de financiación que supongan la entrada en el capital de nuevos socios. Esto es especialmente relevante cuando, como se ha comentado, la supervivencia de las empresas se encuentra típicamente condicionada por unos fondos propios limitados.

Con el estallido de la crisis financiera de 2007 la capacidad de intermediación crediticia de las entidades financieras se vio comprometida y la pyme ha sido, precisamente, uno de los estratos de actividad económica que ha sufrido en mayor medida los problemas de la banca en este período debido a su mayor dependencia del sistema financiero. Así, la contracción del nuevo crédito provocó que aquellas pymes con posiciones de fondos propios más débiles o mayores necesidades de endeudamiento quedaran en situación de desamparo y se vieran, en última instancia, obligadas a reducir o parar su actividad.

A la escasez de crédito se unió otro factor agravante durante el período y fue su encarecimiento. Los tipos de interés para el nuevo crédito a empresas incrementaron especialmente en los períodos 2007-2009 (quiebra de Lehman Brothers) y 2010-2013 (crisis deuda soberana griega y contagio sobre las primas de riesgo de algunas economías de la zona euro, entre ellas España). Tal y como ponen de manifiesto los datos, la pequeña empresa española tuvo que afrontar, durante el período de crisis, un coste financiero muy superior al de las grandes empresas y, en promedio, al que se registraba en otras economías del Área euro como Alemania o Francia.

Los elevados niveles de bancarización de nuestra economía y, por otro lado, la excesiva vinculación entre el sistema financiero y la economía real se pusieron de manifiesto, por tanto, durante la crisis, lo que se constató en el más lento ritmo de recuperación de nuestra economía (y la europea) frente a la estadounidense.

Este hecho se ha convertido en un elemento de especial preocupación para los reguladores tanto nacionales como europeos. A nivel europeo, uno de los iconos más claros del esfuerzo regulatorio por tratar de impulsar el fortalecimiento en los niveles de capital de las empresas y por promover fuentes de financiación alternativas a la tradicional bancaria que garanticen una mayor diversificación, es el proyecto de la Unión de Mercados de Capitales (UMC), que desde 2015 abanderará la Unión Europea.

En paralelo, además de iniciativas regulatorias, las necesidades de encontrar alternativas de financiación, especialmente durante los episodios más severos de la crisis, habrían inducido la aparición de nuevas fórmulas de financiación desarrolladas al amparo de lo que popularmente se bautizó como *banca en la sombra* y que posteriormente se ha ido englobando bajo la acepción *financiación alternativa*.

En efecto, las fórmulas de financiación alternativa cubren aspectos muy similares a los de la financiación bancaria. Es decir, toman fondos de manera similar a como los bancos toman depósitos, asumen el riesgo de crédito de los prestatarios, pueden transformar vencimientos y se apalancan para financiar la inversión en activos⁶. Sin embargo, su desarrollo permite diversificar riesgos al disminuir la exposición del sistema financiero a la economía real e, inversamente, reducir la dependencia de las empresas del sistema financiero.

El éxito que las empresas han obtenido a través de estas nuevas fórmulas de financiación alternativa en su participación en los mercados de capitales, tanto en España como a nivel europeo,

6. Peña, I. (Afi) (2015): Nuevo mapa de la financiación a pymes: alternativas de financiación en el contexto de la reactivación bancaria, *Cuadernos de información económica Funcas*, noviembre/diciembre

plantea la posibilidad de que se pueda llegar a consolidar en Europa un nuevo escenario en el que la financiación bancaria se complemente con otras alternativas de financiación, lo que ayudaría diversificar riesgos en el sistema y dotaría de mayor flexibilidad los pasivos de las empresas.

Bibliografía

Analistas Financieros Internacionales (2014): *Informe semanal* 509, octubre.

Analistas Financieros Internacionales (2015): *Guía del Sistema Financiero Español*, 7ª edición. Afi Escuela de Finanzas, Madrid. Obra dirigida por D. Manzano y F. J. Valero.

Consejo Económico y Social España (2016): “La creación de empresas en España y su impacto en el empleo”, *Colección Informes*, marzo.

Cuervo, A.: “Internacionalización de la empresa española: la deslocalización como oportunidad”, *Economistas* N.º. 108, 2006.

Galán, L.; Martín, M. (2012): “La estabilidad de las relaciones comerciales de las empresas exportadoras españolas: un análisis macroeconómico de sus determinantes”, *Boletín Económico del Banco de España*, mayo.

Huerta E.; Salas, V. (2014): *Tamaño de la empresa y productividad de la economía española. Un análisis exploratorio*, Mediterráneo Económico.

Ministerio de Industria, Energía y Turismo (2014): *Informe sobre la pyme*.

Peña I. (2015): “Nuevo mapa de la financiación a pymes: alternativas de financiación en el contexto de la reactivación bancaria”, *Cuadernos de información económica Funcas*, noviembre-diciembre.

Peña, I.; Guijarro, P. (2016): “La Circular pyme como respuesta a la heterogeneidad del tejido empresarial en España”, *Cuadernos de Información Económica Funcas*, septiembre.

La transformación financiera



15
20
43
44

1

2

3

Ángel Berges
Itziar Sola
Daniel Manzano
Iratxe Galdeano
Irene Peña
José Manuel Amor
David Cano
Carlos Magán
Verónica López

La transformación financiera



4

5

6

La estructura, el tamaño y la forma de hacer y de funcionar de la banca, los seguros, la industria de gestión de activos y de los propios mercados financieros han cambiado de forma radical a lo largo de estos treinta años. Todos estos actores han estado además en el epicentro de la Gran Crisis desencadenada en el verano de 2007. A la revisión de la transformación de cada uno de ellos dedicamos los capítulos que componen esta sección. Nada es igual diez años después. Tampoco las infraestructuras que soportan su actividad, entre las más críticas la de los medios de pago, a la que dedicamos también un capítulo como exponente de la transformación tecnológica y de la digitalización de la economía.



Entidades de crédito: del inmovilismo al vértigo

Ángel Berges
Itziar Sola



De las intensas e irreversibles transformaciones que han registrado la economía y el sistema financiero español durante las tres últimas décadas, probablemente sea el sistema crediticio el caso más paradigmático. Desde una posición inicial caracterizada por un elevado inmovilismo, rayando comportamientos claramente colusivos, a abrazar un proceso de crecimiento con una competencia feroz, alimentadora de desequilibrios financieros que desembocaron en la peor crisis en más de medio siglo. Y finalmente un proceso de ajuste, en respuesta a esa crisis, que deja un sistema bancario irreconocible, tras un *darwinismo* que ha reducido extraordinariamente el censo de entidades –o incluso un subsector completo de ellas– y cuyo entorno competitivo es ya plenamente europeo.

El sistema bancario español ha registrado una profunda transformación durante las tres últimas décadas, hasta el punto de que su actual configuración empresarial difiere drásticamente de la existente al inicio de la crisis. El número de entidades se ha reducido a menos de la cuarta parte, y ha desaparecido íntegramente un tipo de entidades, las cajas de ahorros, que antes de la crisis representaban casi el 50% del sistema.

Pero no se trata solo del censo empresarial, sino que esa transformación ha afectado a la forma de hacer banca, a los componentes del valor añadido en la función de producción bancaria, y a un marco competitivo que se ha visto afectado, en una doble relación de causa/efecto, con un entorno económico, financiero, y regulatorio, que ha asistido a tres fases claramente diferenciadas. Desde un marco estable y acomodaticio, en que la banca generaba rentabilidad elevada y con escasa competencia, a una fase de crecimiento desequilibrado que desembocó en la mayor crisis bancaria en caso un siglo, en respuesta a la cual el marco competitivo y regulatorio pasan a ser presa de un vértigo como jamás antes había afectado a la industria bancaria, ni en nuestro país ni en ningún otro de Europa.

Condicionantes externos

El *inmovilismo* que venía caracterizando tradicionalmente al sistema bancario español, descansando en una estructura de mercado oligopolista y un marcado proteccionismo regulatorio, iba a verse alterado a finales de los años ochenta como consecuencia de una imparable marea reformadora, tanto a nivel global como europeo y español. También las respuestas por parte de diferentes entidades españolas, rompiendo ese *statu quo* y posicionándose para un entorno mucho más competitivo. Ese *pistoleto de salida* no dio inicio a una carrera al sprint, sino a una maratón que hoy, tres décadas después, mantiene viva –de hecho, en ocasiones un tanto hiperactiva– la pulsión reformadora, y un marco competitivo en permanente cambio, nada parecido al existente cuando Afi nació a finales de 1987.

Como prelude de las numerosas convulsiones que iban a acompañar nuestra vida durante las tres décadas siguientes, ese nacimiento de Afi coincidía con el *lunes negro* en los mercados de valores internacionales, que en tres días se dejaban casi un 30% de su capitalización. Esa convulsión bursátil, continuación de la que unos meses antes se había producido en los mercados de divisas, con la cotización del dólar convertida en una auténtica montaña rusa, sin duda actuó como factor dinamizador de una coordinación financiera internacional que previamente se había estrenado con los acuerdos del Plaza en 1985 y del Louvre en 1987 tratando de embridar la volatilidad en los mercados de divisas.

En el ámbito específico bancario, esos esfuerzos de coordinación internacional iban a concretarse en el primer acuerdo de capital, alcanzado en Basilea en julio de 1988, y bautizado con el nombre de esa bonita ciudad suiza a orillas del Rin, que alberga el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB). La importancia de ese acuerdo, por mucho que luego haya quedado superado por las sucesivas nuevas versiones del mismo, en cuya numeración incluso se han añadido decimales (como Basilea 2.5), radica en que por primera vez en la historia se establecen unas exigencias de capital homogéneas para llevar a cabo la actividad bancaria en los diferentes países. Con ello se venía a eliminar la diversidad regulatoria –o incluso ausencia de la misma– entre países, que incorporaba agravios y/o ventajas competitivas a la hora de fijar precios en operaciones de préstamo, lo cual era inaceptable en un contexto de creciente actividad crediticia transfronteriza.

Precisamente ese carácter pionero del primer acuerdo de capital (Basilea I) tenía como contrapartida la sencillez, al descansar en muy pocas –concretamente 4– categorías de activos a la hora de determinar la ponderación de riesgos sobre los que las exigencias de capital de los bancos se iban a computar. La creciente complejidad y sofisticación de las operaciones bancarias muy pronto iba a demandar un perfeccionamiento de ese acuerdo de capital, incorporando una gama mucho más amplia de activos sobre los que ponderar los riesgos, y sobre todo una diversidad de metodologías para la medición de dichas ponderaciones. De esa demanda emergía Basilea II en 2004. Contó con una corta vida antes de ser enmendado casi en su totalidad, al acusársele de ser incapaz de prevenir, ni anticipar, la más grave crisis bancaria global desde la gran depresión de 1929. Tan corta fue la vida de Basilea II que algunos países ni siquiera llegaron a implantarlo, saltando directamente a Basilea III, acordado en 2010 para su implantación gradual hasta 2019.

Esa nueva, y última hasta la fecha, versión es la respuesta de los organismos reguladores internacionales a la crisis financiera, y sobre todo bancaria, que supuso la mayor necesidad de apoyo público en la historia de las crisis bancarias. En dicho contexto, y con la crisis aún no plenamente superada, la tarea de los reguladores era ciertamente compleja: sentar las bases para que no vuelva a repetirse una crisis de la magnitud de la reciente, pero sin obstaculizar la superación de la misma.

La solución al respecto puede considerarse *salomónica*: unas exigencias de capital mucho más elevadas que las anteriores (tanto en cantidad, como sobre todo en *calidad* de dicho capital, enfatizando mucho más el peso del capital principal); pero con un calendario de implantación muy gradual y dilatado en el tiempo, para permitir a las entidades su generación interna,

u obtención externa, sin presiones de corto plazo que pudieran provocar recortes en su actividad crediticia.

En ese marco regulatorio global del negocio bancario, el sistema bancario español debía responder a un nuevo entorno, también competitivo, inducido por los avances hacia una integración europea en cuya agenda el sistema financiero iba a ocupar una posición prominente. Ya a mediados de 1988 entra en vigor el Acta Única Europea, cuyo objetivo principal era la construcción de un mercado único sin fronteras para productos, servicios, capitales y personas a partir del 1 de enero de 1993. En paralelo con ese calendario de implantación del mercado único, los líderes europeos avanzan en el proceso de integración, y en diciembre de 1991 aprueban en la pequeña localidad holandesa de Maastricht el Tratado de la Unión Europea (TUE) que define el proceso hacia la Unión Monetaria Europea (UME).

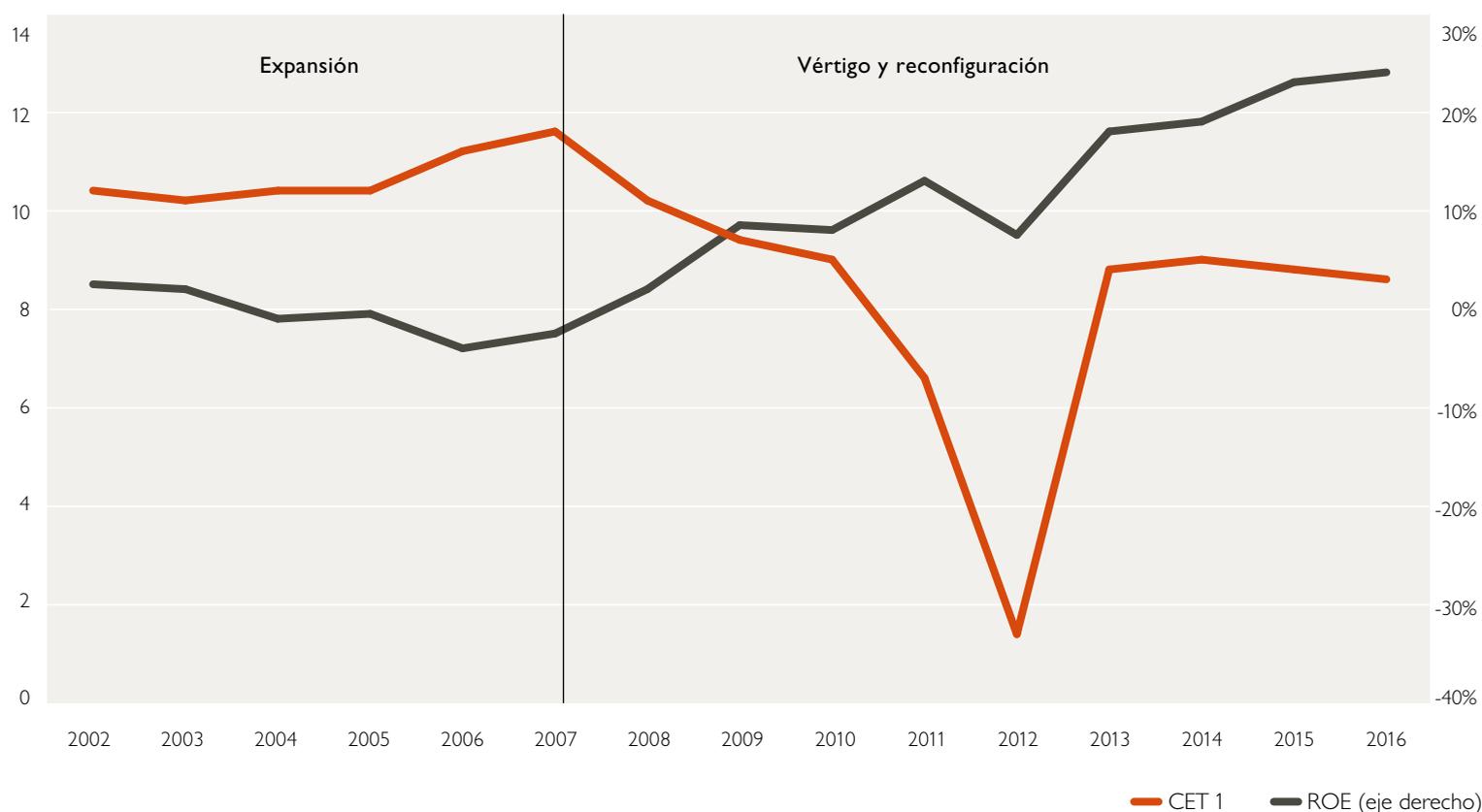
Dicho proceso no iba a ser un camino de rosas, y apenas seis meses después estuvo a punto de abortarse, al producirse un resultado negativo en el referéndum convocado en Dinamarca para la ratificación del Tratado –la mayoría de países, entre ellos España, delegaron dicha ratificación en sus

correspondientes Parlamentos– provocando un auténtico terremoto en los mercados financieros (divisas y mercados de deuda pública, sobre todo), con efectos colaterales en términos de deterioro económico, y fuerte incremento de la morosidad bancaria en España.

La reconducción del respaldo democrático (un referéndum en Francia con gran valor simbólico, y uno segundo en Dinamarca, saldados ambos con resultado positivo) relanzó el proceso que, tras las sucesivas fases previstas, concluía con la creación del euro el 1 de enero de 1999. Dos años antes se conoció que España formaría parte desde el inicio de la Unión Monetaria, y este hecho, iba a tener unas implicaciones extraordinariamente relevantes para el negocio bancario en nuestro país durante toda una década.

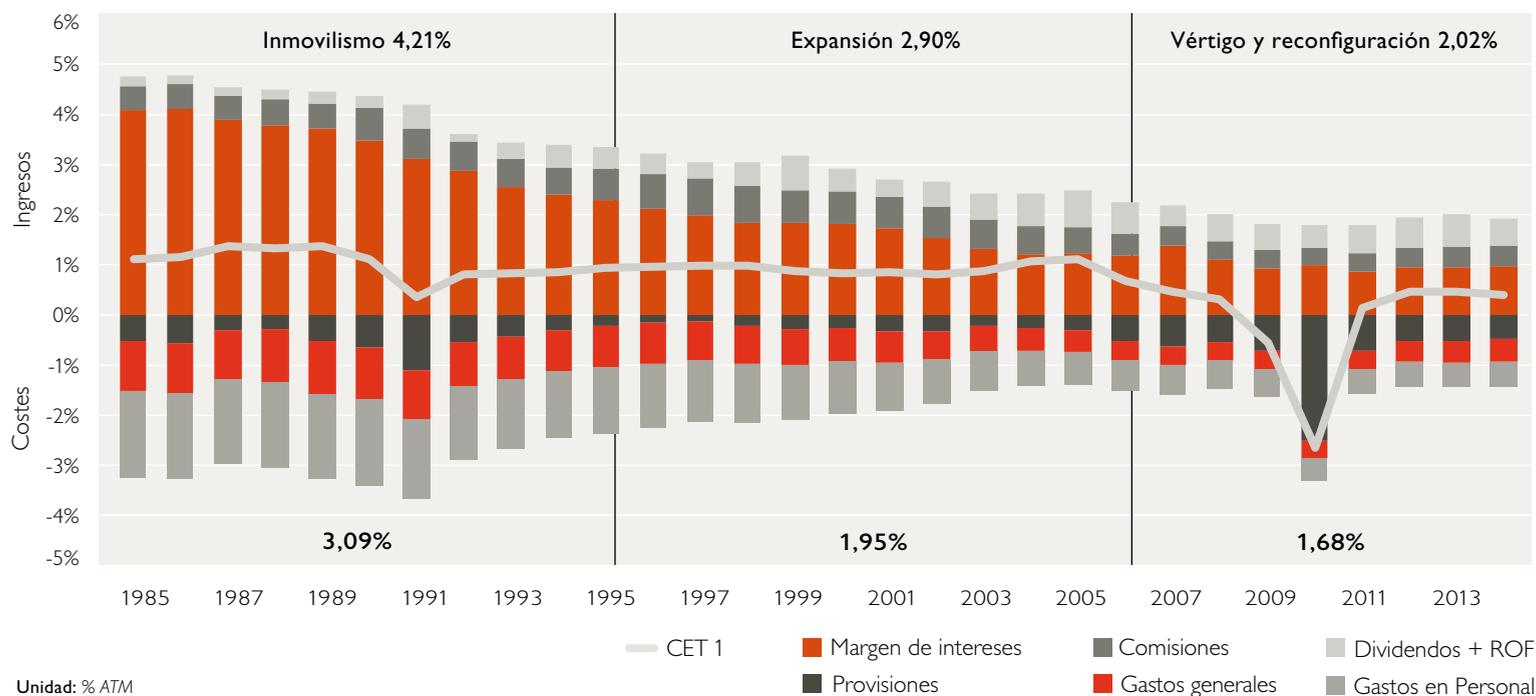
De entrada, la percepción de una mayor estabilidad económica alimentaba unas expectativas de crecimiento mucho mayores a la economía española, en un proceso natural de convergencia con sus socios europeos. Al tiempo, la introducción de una moneda única eliminaba los riesgos cambiarios asociados a la inversión exterior en España, provocando un fuerte incremento

Gráfico 1. *Common Equity Tier 1 (CET) y Return on Equity (ROE) del sistema bancario español*



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Banco de España

Gráfico 2. Ingresos y gastos sobre Activos Totales Medios (ATM) del sistema bancario español



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Banco de España (datos individuales)

de la misma, especialmente en el segmento inmobiliario, convirtiéndose nuestro país en el destino preferido para segunda residencia de numerosos países europeos.

Junto a ello, el contar con unos tipos de interés (2% en el nacimiento del euro) extraordinariamente reducidos para los estándares españoles (nunca en las décadas anteriores habían estado por debajo del 10%), y una abundante liquidez y predisposición de los bancos a prestar (el mercado interbancario europeo iba a suministrar liquidez casi ilimitada a la banca española) generó una especie de inagotable autoalimentación entre demanda y oferta crediticia, especialmente en los segmentos relacionados con el sector inmobiliario e hipotecario.

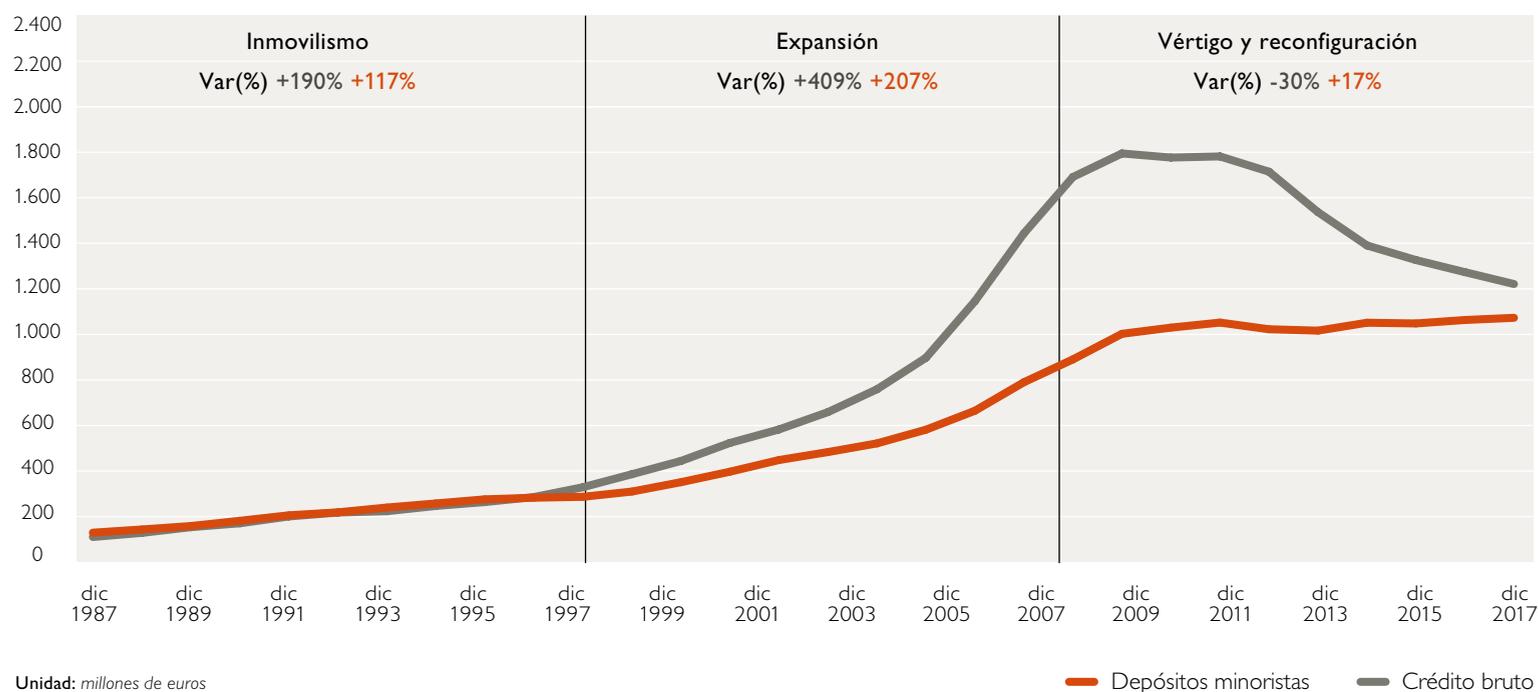
Esa expansión crediticia, no acompañada de crecimientos similares ni en depósitos ni en capital bancario (gráfico en el siguiente epígrafe), generaría unos desequilibrios de liquidez y de solvencia que finalmente se declararon insostenibles cuando estalla la crisis bancaria internacional de 2007-2008. No obstante, en España esa crisis saldría a la luz con tres años de retraso, lo cual iba a condicionar la capacidad de nuestro país para afrontar la misma por sus propios medios. La necesidad de ayuda externa (el rescate bancario de 2012) no iba a ser gratuita, sino que se traduciría en importantes condicionalidades, tanto para las entidades necesitadas de salvamento con capital público, como para todo el marco

regulatorio y supervisor. De hecho, bien podría decirse que la crisis bancaria española, y la forma de implementación de su reestructuración y saneamiento, constituyeron los primeros pasos (a modo de *conejiillo de indias*) de lo que habría de ser la Unión Bancaria Europea, que formalmente vería la luz en dos etapas: en noviembre de 2014, con la creación de Mecanismo Único de Supervisión, y en enero de 2016 con la del Mecanismo Único de Resolución, estando pendiente el que debería ser el tercer pilar, es decir un Mecanismo Único de Garantía de Depósitos.

Rentabilidad de la banca: cambio en tres décadas

Las crecientes exigencias de capital ponen de manifiesto la importancia de la generación de rentabilidad en el sector bancario, que constituye la principal fuente de recapitalización. Desde el nacimiento de Afi, la función de producción de este sector, de la que se deriva la rentabilidad, ha experimentado cambios sustanciales derivados de distintos movimientos estratégicos propiciados por factores tan diversos como la regulación, los cambios sociales, la coyuntura económico-financiera o el desarrollo tecnológico. Dichos cambios coinciden, casualmente, con el cumplimiento de cada una de las tres décadas de Afi.

Gráfico 3. Volumen de negocio



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Banco de España (datos individuales)

1987-1997: el inmovilismo

El crecimiento moderado del crédito, financiado fundamentalmente con depósitos minoristas, una morosidad contenida, unos tipos de interés relativamente altos si se comparan con las tres décadas de historia de Afi, y una clientela fiel constituían los ingredientes perfectos para asegurar la obtención de ingresos que cubriesen los gastos operativos y las provisiones sin necesidad de alterar el modelo de negocio.

Es así como la evolución de márgenes en dicho período registra una tendencia de reducción sistemática pero muy gradual, de tal manera que los elevados márgenes de negocio permitieron absorber de forma general el incremento de morosidad asociado a la crisis económica de 1992-93.

La excepción a esa capacidad de absorción de problemas, y por tanto el único sobresalto bancario en esta época fue la crisis de Banesto en el año 1993, resuelta con la adjudicación al Banco Santander en abril de 1994.

1997-2007: la expansión

Como hemos argumentado anteriormente, la incorporación de España a la Unión Monetaria iba a producir una expansión crediticia sin precedentes en nuestro país, con un aumento de la competencia entre entidades para ganar cuota en un mercado cuyo crecimiento parecía no tener fin.

Todo ello supuso un aumento considerable de la competencia, reduciendo sustancialmente los márgenes. No obstante, las

entidades aprovecharon el desarrollo de los mercados financieros para ampliar la gama de productos y servicios, diversificando en mayor medida sus fuentes de ingresos mediante comisiones y otros productos. Si bien los gastos crecieron sustancialmente durante esta etapa expansiva, lo hicieron en menor proporción que el volumen de activos, por lo que los indicadores de rentabilidad sobre activos se mantuvieron relativamente estables; en buena parte también por la ausencia de repuntes de los indicadores de deterioro de balance.

En este contexto de fuerte crecimiento del crédito asociado a la apertura de nuevas oficinas, muy vinculados ambos fenómenos a la promoción y financiación de viviendas, y a la abundancia de financiación exterior a tipos muy competitivos, empezaron a fraguarse los desequilibrios financieros (liquidez y solvencia) del sector. El excesivo apalancamiento del sector privado nacional financiado con fondos extranjeros, altamente concentrado en el sector construcción y promoción inmobiliaria, así como la incapacidad de las cajas de ahorros, que representaban casi la mitad del sector, de acudir a los mercados de capitales para reforzar su base de capital, magnificaron los efectos de la crisis bancaria española.

2007-2017: el vértigo y la reconfiguración

La crisis financiera global que estalló en el verano de 2007 alcanzaba su punto álgido en septiembre de 2008 (crisis de Lehman), con retiradas masivas de depósitos en casi todos los

sistemas bancarios, y en un contexto de claro cuestionamiento de la estabilidad financiera global. En dicho escenario, las autoridades económicas de varios países se vieron obligadas a plantear medidas de apoyo sin precedentes, por su magnitud, en la historia de las crisis bancarias.

En el marco de esa crisis bancaria internacional, cabe resaltar que las entidades españolas iban a sufrirla con un perfil temporal claramente desacompañado con el resto de países. Mientras que en la mayoría de lugares las entidades registraban sus deterioros de activos entre 2008 y 2009, en el caso español las consecuencias más adversas no comenzaron a manifestarse hasta la primera mitad de 2010.

El proceso de desapalancamiento privado, el fuerte repunte de la morosidad y las provisiones, el descenso de los tipos de interés y la necesidad de obtener financiación estable para cubrir el desequilibrio del balance minorista llevaron el margen de intereses del sector a sus mínimos históricos en términos de activos totales medios, situándose incluso algunos años muy por debajo de las provisiones por deterioro de balance. Esa tardanza en la afloración de la crisis en las entidades financieras españolas fue sistemáticamente *cuestionada* en los foros financieros internacionales. En este sentido, hay que recalcar que la economía española venía siendo percibida desde el estallido de la crisis como una de las más vulnerables a la misma, y ello por dos características ya mencionadas del modelo de crecimiento español: su intensa expansión de crédito, sesgado hacia el sector inmobiliario, y su elevada dependencia de la financiación exterior. De hecho, España fue, tras Grecia e Irlanda, el país que registró un mayor crecimiento del crédito en Europa.

Con un retraso de tres años frente a la mayoría de países europeos (y Estados Unidos), el desequilibrio del sistema bancario español iba a devenir en la necesidad de saneamiento con asistencia europea (el rescate bancario) en junio de 2012. Un programa de ayudas financieras por importe de unos 40.000 millones de euros, con medidas muy exigentes para las entidades que recibieron fondos, como el repliegue a sus territorios de origen, la limitación del tamaño de balance, el traspaso de activos improductivos a la Sareb o el límite de distribución de dividendos y remuneración variable, entre otros.

Ecosistema bancario: *darwinismo* empresarial

La estructura del mercado, especialmente en lo referente a *mapa* empresarial y el consecuente grado de rivalidad competitiva, se ha visto alterada por la diferente dinámica de crecimiento seguida por las entidades participantes. Varía sensiblemente en las tres etapas que hemos analizado en la sección anterior.

El *inmovilismo* que venía caracterizando al sistema bancario español (con la reliquia histórica de los *siete grandes* bancos actuando de forma coordinada, en cenas mensuales de sus presidentes, para acordar los niveles de tipos de interés a aplicar) salta por los aires a finales de los ochenta con la aparición de la *supercuenta* del banco de Santander, que por primera vez remunera las cuentas corrientes.

Con dicho movimiento rupturista, el entonces presidente Emilio Botín rompe con la política colusiva entre los siete grandes, e inicia un proceso competitivo que, tras varios intentos fallidos de otras fusiones, acaba desembocando en la creación de los dos grandes grupos, Santander y BBVA, en los que, tras la reciente adjudicación de Banco Popular a Santander, han terminado convergiendo los históricos siete.

La concentración de los grandes bancos españoles tenía como motivación principal la obtención de sinergias mediante eliminación de redundancias en servicios centrales y en oficinas, dando lugar a un intenso proceso de cierres en España, al tiempo que concentraban sus esfuerzos en la expansión internacional. Esta, que posteriormente amplió su cobertura geográfica a otros continentes, se centró inicialmente en Latinoamérica, mediante estrategias de crecimiento no orgánico, es decir adquisición de entidades ya establecidas, en lugar de implantación de redes propias.

Esas estrategias de crecimiento no orgánico en mercados internacionales, y de repliegue en el mercado doméstico con cierres masivos de oficinas que los bancos asumieron ya a mediados de los 90, contrastan agudamente con las seguidas por el resto de entidades españolas, especialmente el sector de cajas de ahorro.

Las cajas aprovecharon el repliegue de los bancos en el mercado doméstico, así como el hecho de que este crecía fuertemente en el segmento que mejor dominaban las cajas (mercado hipotecario, y la promoción inmobiliaria como puerta de entrada al hipotecario) para acometer un intenso proceso de apertura oficinas, en muchos casos asociadas a promociones previamente financiadas por las entidades, buscando la cercanía a los clientes de los nuevos núcleos de población.

Pero más allá de la demografía, y de un modelo de distribución basado en una elevada capilaridad, es destacable el asimétrico comportamiento, respecto a oficinas, entre bancos y cajas. De hecho, los bancos cerraron oficinas durante una buena parte de la década mencionada (1997-2007), mientras que las cajas desarrollaban una intensa actividad de apertura durante esa década. Esa misma dicotomía entre bancos y cajas en cuanto a evolución de la red de oficinas, tenía lugar también en términos de número de empleados, creciente en las cajas y decreciente en los bancos, de tal manera que las plantillas totales de ambos

tipos de entidades se cruzaban en 2004, y a partir de ese momento iba a haber más empleados de cajas que de bancos.

Pero sin duda el aspecto más destacable de ese intenso proceso de apertura de oficinas por parte de las cajas ha sido el que el mismo se localizó, geográficamente, de forma mayoritaria fuera de los ámbitos tradicionales de presencia de las cajas. Si a mediados de los noventa un 20% de las oficinas de las cajas se hallaban fuera de su comunidad de origen, ese porcentaje superaba

el 40% en 2007, a lo cual contribuyó el hecho de que, de las 5.000 oficinas que las cajas añadieron a su red desde mediados de los noventa –bien por nuevas aperturas o por compras de redes a bancos– un 75% estaban situadas fuera de la comunidad autónoma de origen de las respectivas cajas.

Esa *desnaturalización* de las cajas, junto con el desequilibrio financiero que del mismo se derivó, es uno de los factores explicativos de la vulnerabilidad con que las mismas

Cuadro 1. Capacidad operativa por países de la UE

	1987	1997	2007	2016
España				
Entidades	346	307	280	206
Oficinas	33.282	37.634	45.086	28.643
Empleados/oficinas	7	6	6	7
Habitantes/oficinas	1.161	1.062	993	1.622
Alemania				
Entidades	4.248	3.225	1.856	1.618
Oficinas	39.744	42.774	39.777	32.026
Empleados/oficinas	14	17	17	20
Habitantes/oficinas	1.957	1.917	2.069	2.566
Francia				
Entidades	2.050	1.288	349	272
Oficinas	26.010	26.386	39.175	37.261
Empleados/oficinas	17	15	11	11
Habitantes/oficinas	2.141	2.264	1.625	1.792
Italia				
Entidades	409	916	800	604
Oficinas	13.305	25.170	33.230	29.027
Empleados/oficinas	24	14	10	10
Habitantes/oficinas	4.254	2.260	1.752	2.090
UE				
Entidades	7.603	7.894	4.910	4.233
Oficinas	146.395	168.278	233.177	178.270
Empleados/oficinas	12	13	14	16
Habitantes/oficinas	2.062	1.881	2.119	2.862

Datos de España: todos Banco de España.

1987: Fuente de datos OCDE.

Datos Francia del año **1988**.

Faltan datos de Portugal, Reino Unido, Grecia e Irlanda.

1997: Fuente de datos OCDE.

Faltan datos de Portugal, Reino Unido, Grecia e Irlanda.

2007: Fuente de datos BCE.

2016: Fuente de datos BCE.

Para cada año solo se tienen en cuenta aquellos países que formaban parte de la UE.

Para **2016** Italia fuente Banco de Italia.

Para **2016** Entidades de Francia, fuente Banco Central de Francia.

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo, OECD.

enfrentaron la crisis, y de las decisiones que se tomaron para su superación, que condujeron, inicialmente a una drástica reducción del censo de cajas de ahorro, y posteriormente a una conversión en bancos de las pocas entidades resultantes, con la excepción de dos cajas de ahorro de muy reducida dimensión y alcance local, a las que se ha permitido continuar como tales.

Desafíos del sector bancario

La madurez del sector bancario, la convulsa coyuntura en su más amplio sentido, los cambios sociales y el desarrollo tecnológico plantean importantes desafíos para la industria bancaria en torno a tres ejes principales: rentabilidad, regulación y dinamismo del entorno.

- **Rentabilidad:** Las perspectivas de bajos tipos de interés por un período prolongado de tiempo y, sobre todo, el significativo descenso del volumen de negocio cuestionan la capacidad de la industria para generar la rentabilidad esperada por el mercado. El verdadero reto es solventar la caída del volumen de negocio, afectada tanto por el lado de la demanda, consecuencia del desapalancamiento privado, como de la oferta. El incremento de la variedad de agentes no bancarios que ofrecen productos y servicios típicamente comercializados por las entidades de crédito, como las compañías que utilizan la tecnología para ofrecer (más conocidas como FinTech), está mermando eslabones específicos de la cadena de valor de la industria con mayor rentabilidad (por ejemplo, los medios de pago). La concentración es una de las recetas planteadas por las autoridades supervisoras para atajar la merma de rentabilidad del sector, si bien no está exenta de inconvenientes tanto desde el punto de vista del consumidor, ya que podría perder poder de negociación, como del sector, que no siempre ha sido capaz de maximizar los beneficios asociados a operaciones de integración. Además, la concentración en sí también es un reto, puesto que los supervisores abogan por una dimensión paneuropea en aras de alcanzar la verdadera unión bancaria.
- **Regulación:** Al incremento de los requerimientos cuantitativos de solvencia, se unen, por un lado, exigencias de liquidez, apalancamiento y volumen de pasivos cualificados para absorber pérdidas, y, por otro, un modelo de gestión integral de riesgos que descansa en el marco de apetito al riesgo. Por tanto, la regulación, extendida también al ámbito supervisor, amplía considerablemente los recursos que ha de destinar el sector para dar cobertura al endurecimiento de las exigencias

cuantitativas así como al exhaustivo desarrollo cualitativo de procesos de control interno y gobierno corporativo. A ello ha de añadirse la definición de los procesos de resolución de entidades para completar el marco de supervisión-resolución.

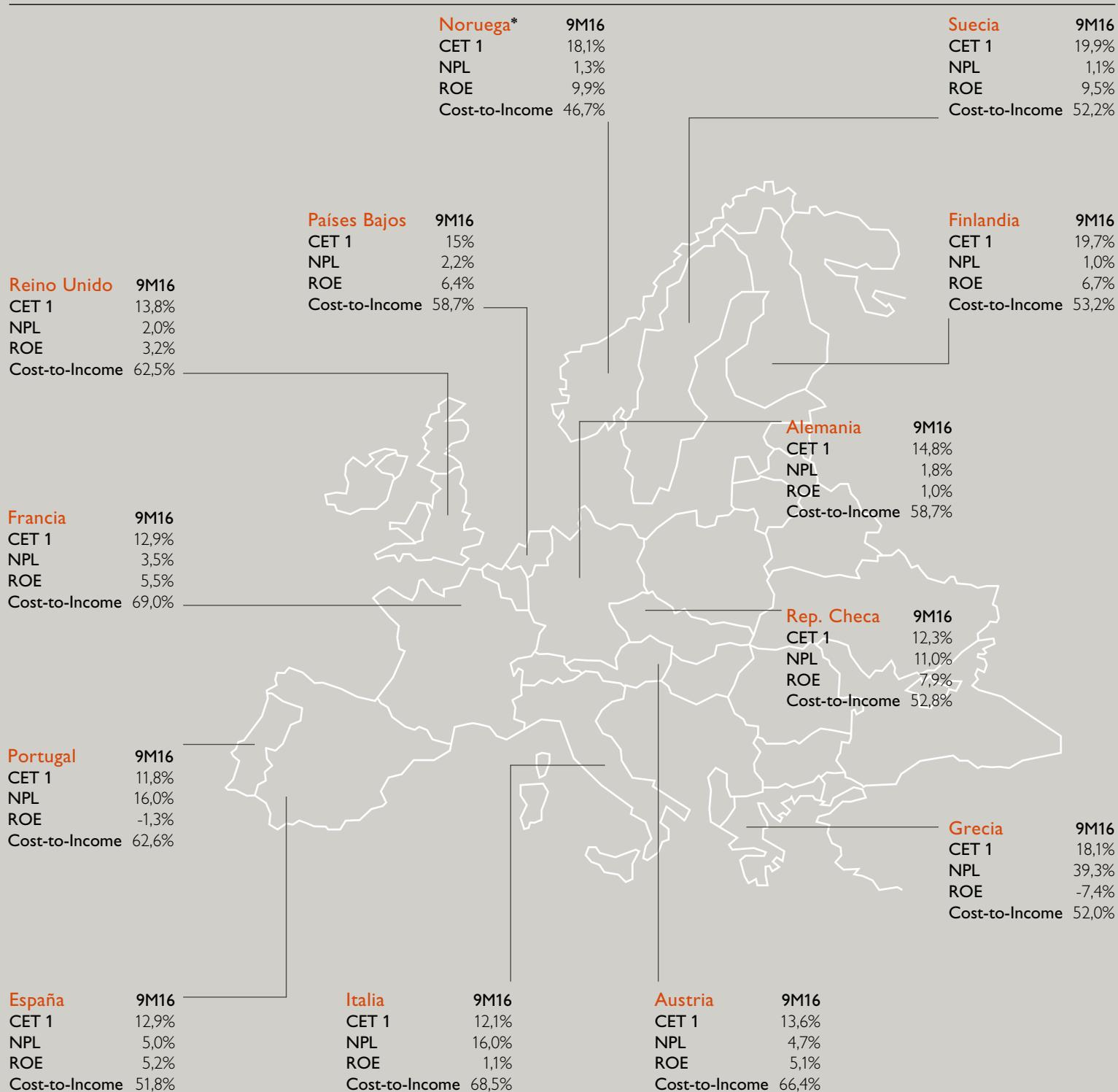
- **Dinamismo del entorno:** El ritmo y los nuevos patrones de comportamiento de la sociedad actual no pasan inadvertidos para ninguna industria. Este cambio en el entorno requerirá de una transformación interna, un cambio en la manera de gestionar las entidades que impulse nuevas formas de relación con los clientes de una manera gradual, dada la coexistencia de generaciones con diferentes niveles de digitalización.

En definitiva, un sector maduro, con menos negocio, menos rentable y con una fuerte presión regulatoria que deberá reconvertirse de nuevo para fomentar el desarrollo económico. Experiencia en reconversión no le falta, valga de ejemplo el período de expansión citado anteriormente, si bien la situación actual poco se parece a la de finales de los noventa. Ahora toca surcar la cuarta revolución industrial, la del conocimiento, y la banca, que acumula valiosa información, está en una buena posición para ello.

Bibliografía

Afi Taller de Banca. Ediciones semestrales, desde 2001 a 2017.
Berges, A.; Guillén, M.; Moreno, J.P.; Ontiveros, E. *A new era in banking: The Landscape After the Battle*. Bibliomotion. Massachusetts. 2014

Gráfico 4. Principales ratios del negocio bancario por países (9M16)



CET 1: Common Equity Tier 1

NPL: Non-Performing loans

ROE: Return on Equity

*Datos de Noruega proporcionados por SNL Financial

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo, SNL Financial



Afi

Escuela
de Finanzas



La industria del seguro española

Daniel Manzano
Iratxe Galdeano



El desarrollo de la industria moderna del seguro en España arranca hace poco más de treinta años, los que se corresponden con el aniversario que celebra este libro. Los primeros veinte estuvieron determinados por la adaptación del sector a una economía más flexible y abierta y por un notable aumento de su penetración. En la década más reciente no ha sido inocuo para su desarrollo la profunda crisis económica y financiera vivida por la economía mundial y española. Sin embargo, el sector seguros, ha mostrado de lejos un desempeño mucho mejor que el sector bancario, reduciendo su brecha relativa frente al mismo en términos de tamaño y definiendo niveles de solvencia y rentabilidad muy superiores. También compara bien el sector en estos dos ámbitos con la industria europea, si bien, y a pesar de su expansión sostenida, incluso durante el período de crisis, sigue teniendo en tamaño un peso relativamente reducido respecto a sus homólogos europeos. En los próximos años se enfrenta a notables retos de digestión regulatoria, adaptación tecnológica y dinámica competitiva, aunque precisamente tiene como ventaja un margen de recorrido mayor que en los países de nuestro entorno.

Poco más de treinta años hace que la Ley de Ordenación del Seguro Privado de 1984 y su posterior Reglamento introdujeron un considerable progreso en la regulación y desarrollo del sector asegurador en España, al crear un marco más acorde con la posterior entrada de España en la CEE. Facilitó la atracción de entidades extranjeras, la libre competencia y establecimiento, la libertad de precios y mejoró la competitividad de las variopintas entidades (sociedades anónimas, cooperativas, mutuas y mutualidades de previsión social) que entonces, y todavía ahora, desarrollan la actividad aseguradora en nuestro país¹. A la vez que se reordenaba el sector, se planteaba el desarrollo de los planes de pensiones privados, que aunque no forman parte en sentido estricto de las actividades del mismo, constituyen un producto próximo propio de la actividad *para-aseguradora*. Desde su aprobación en 1987 ha sido impulsado por el propio sector, aunque en la práctica compite con el seguro de vida tradicional².

Las décadas posteriores han sido años de consolidación del sector en el que se han operado grandes cambios, no solo en el marco institucional, también en el regulatorio y no menos en la dinámica competitiva. Su desenlace es hoy un sector mucho más moderno en general, que ha sorteado con éxito la grave crisis económica-financiera de la última década³, con necesidades aún de consolidación (más allá de la que ha tenido lugar) y con capacidad de un mayor crecimiento relativo que en los principales países de nuestro entorno, dado su menor desarrollo, particularmente en el ramo de vida. Por supuesto, se enfrenta también a las alteraciones propias que supone la disrupción provocada por la extensión de lo que convencionalmente conocemos como economía digital, disrupción que es particularmente impactante en los servicios de la industria financiera y aseguradora.

Veinte años de adaptación a una economía más abierta y flexible: 1987-2007

Hasta 1986 el grado de penetración del seguro en España era no solo extremadamente reducido, ya que las primas apenas representaban un 2% del PIB, sino que dicho porcentaje se había mantenido relativamente estable durante las dos décadas anteriores. Es precisamente en 1987 cuando se inicia el despegue de la industria del seguro en nuestro país a lo que contribuyeron,

junto al nuevo marco normativo antes señalado, otros factores que reseñan bien Tortella Casares G. y otros (2014): (i) la elevación del nivel económico y cultural del país, (ii) la entrada en la CEE (hoy UE) que atrajo inversiones extranjeras que contribuyeron a la reconversión del sector, (iii) la liberación y mayor competencia en un emergente Mercado Único de Seguros y (iv) la presencia de nuevos mediadores y competidores surgidos entre los bancos y cajas de ahorros, quienes disponían de amplias redes de distribución y que hasta entonces apenas si habían hecho acto de presencia en este negocio.

Estos factores explican⁴ la fuerte expansión del sector en los veinte años posteriores hasta el inicio de la reciente crisis, expansión de la que es expresiva que el volumen de primas haya aumentado tres veces más que el propio crecimiento del PIB nominal en estas dos décadas, de modo que el grado de penetración en 2007 se situaba ya cercano al 6%.

En este crecimiento ha sido relevante la expansión de nuevas tipologías de seguros en el ámbito de no vida. A la expansión continuada del seguro del automóvil se fueron sumando, con la oportuna lógica cíclica en todos ellos, y en distintas etapas, la de los seguros multirriesgos (verdaderamente innovadores desde una perspectiva comercial) tanto orientados al hogar como a las empresas, los de asistencia y los seguros de salud.

Pero junto a ellos, también se produjo el crecimiento en distintas oleadas de los seguros de vida, y no estrictamente del vida-riesgo, a los que en épocas de expansión inmobiliaria contribuyó la exigencia en muchos casos de contratación dentro del paquete de concesión de hipotecas a los hogares, sino también el seguro de vida-ahorro, de carácter más previsional, compitiendo con los planes de pensiones. Así, el desarrollo de los seguros *unit-linked* ha tenido un efecto significativo, aunque insuficiente, en la atracción de ahorro al seguro de vida. A ellos se han sumado en años posteriores la comercialización de seguros de ahorro-jubilación como los PPA y los PIAS. Por supuesto, en la expansión de este segmento de negocio de ahorro-vida han tenido un protagonismo singular las redes bancarias a través de los acuerdos de banca-seguros que se fueron gestando durante todos estos años.

En efecto, la incursión de la banca en el negocio de seguros (fundamentalmente en el de vida), aprovechando su capilaridad de red comercial, constituyó un elemento dinamizador importante, fundamentalmente en la segunda mitad del período que estamos reseñando.

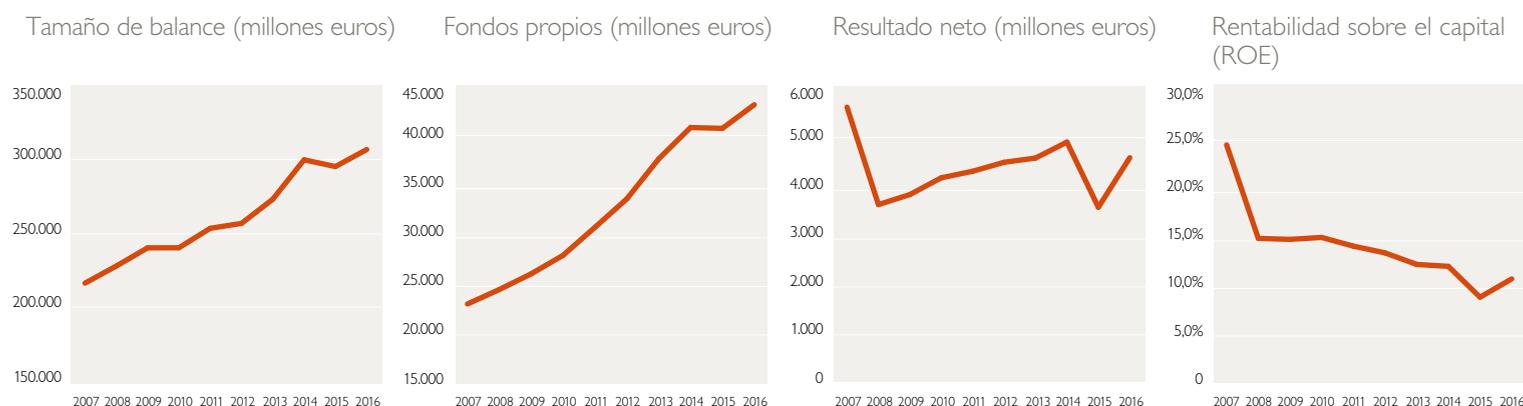
1. Véase para un mayor detalle del desarrollo del sector en España la excelente obra *La historia del seguro en España*, de Gabriel Tortella Casares y otros, editada por Fundación Mapfre en 2014.

2. A las singularidades de su desarrollo, y no formando parte estrictamente del sector seguros sin perjuicio de su conexión, le dedicamos posteriormente un pequeño recuadro

3. Lo pondremos de manifiesto en su contraste con el sector bancario en un epígrafe posterior.

4. También ha habido otros meramente circunstanciales que elevaron solo temporalmente (algunos años) las primas y, por tanto, el grado de penetración del sector. Entre los más destacados fueron: (i) el desarrollo del mercado de primas únicas a finales de los ochenta mientras duró la opacidad fiscal del producto y (ii) el proceso de exteriorización de los compromisos por pensiones de empresas a principios del nuevo siglo.

Gráfico 1. Evolución de magnitudes relevantes del sector seguros (*)



(*) Datos segregados del sector por sus negocios en España. Datos de 2016 estimados, a partir de la información disponible de los tres primeros trimestres del año.

Fuente: elaboración propia a partir de datos de la DGSFP

Un elemento dinamizador previo del negocio de seguros, en general, había sido la decidida penetración de las compañías extranjeras, fundamentalmente europeas, en España en los noventa. De hecho, muchas de ellas han sido protagonistas años después, de los acuerdos de distribución de seguros con entidades bancarias a los que antes nos referíamos. Acuerdos que, en muchos casos, han debido reformularse o sencillamente deshacerse al albur de la drástica reestructuración del sector bancario durante la reciente crisis.

Con todo, y a pesar del importante crecimiento del negocio de vida, que contribuyó a aumentar decisivamente el grado de penetración del sector seguros (primas sobre PIB), aquel resultó insuficiente para que el sector se acercase de manera suficiente a estándares de los principales países de nuestro entorno. A día de hoy, y como señalaremos posteriormente, la distancia con ellos (específicamente en el negocio de vida) sigue siendo muy significativa.

Un aspecto añadido a reseñar tiene que ver con la internacionalización del sector en un doble sentido. El primero, ya comentado, de presencia de aseguradoras extranjeras en España, cuya cuota aumentó de forma notable en los noventa, alcanzando en torno a un 25% a finales del período⁵. Dicha cuota se mantuvo aproximadamente en los años previos a la crisis.

En cuanto a presencia en el exterior de entidades españolas, solo es destacable por su magnitud la expansión internacional que llevó a cabo Mapfre.

5. Nótese el contraste con la escasa penetración de entidades extranjeras en el sector bancario, cuya pequeña cuota en el mercado español se ha reducido aún más durante el período de crisis.

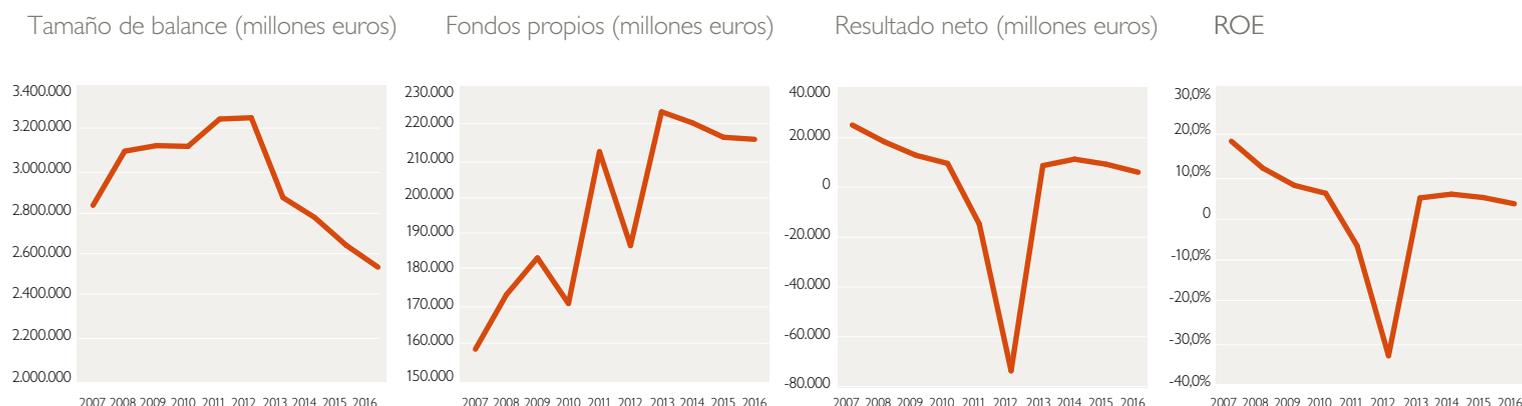
Buena parte de estos signos distintivos se han mantenido en la década posterior (2008-2017) ligada a la crisis económico-financiera, en la que el grado de penetración del seguro se estanca. No obstante, el sector siguió mostrando una robustez relativa frente a otros sectores institucionales del sistema financiero, en especial frente a la banca, como pondremos de manifiesto en el epígrafe siguiente.

Diez años de ejemplar comportamiento relativo frente a la banca en un entorno económico y financiero hostil: 2008-2017

Si algo es llamativo en la última década es el dispar y favorable comportamiento relativo del sector seguros español frente al traumático desempeño que ha exhibido el sector bancario durante la crisis. Los gráficos que recogemos posteriormente ilustran la evolución de ambos sectores utilizando diferentes magnitudes; en particular el tamaño de sus balances, fondos propios, resultados netos y rentabilidad (ROE), medidas todas ellas en términos de agregados de las compañías por sus negocios en España.

En el caso del sector seguros (gráfico 1), su balance agregado ha tenido un crecimiento sostenido durante estos diez años, pasando de los poco más de 200 millardos de euros al inicio de la crisis, a superar 300 millardos; es decir, un aumento del 50% aproximadamente. Lógicamente, dicho crecimiento está asociado en gran medida al de las provisiones matemáticas del negocio de vida, representativas en última instancia del volumen total de ahorro gestionado por dicho ramo.

Gráfico 2. Evolución de magnitudes relevantes del sector bancario (*)



(*) Datos segregados del sector por sus negocios en España.

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Banco de España

En paralelo a dicha expansión puede apreciarse cómo se ha producido un sustancial fortalecimiento de los fondos propios del sector, dobándose prácticamente en el período los 23 millardos de euros iniciales. Ello se ha traducido lógicamente en una reducción significativa de su apalancamiento, que ha pasado de 10 a 7 veces los fondos propios del sector, en un contexto además de expansión sostenida de aquel.

Este reforzamiento de la solvencia ha sido posible por el mantenimiento durante esta década de unos resultados robustos a pesar de la crisis. Desde 2008 ha tenido lugar, en general, un crecimiento relativamente estable de los mismos; en realidad hasta los últimos dos años, período en el que los bajos tipos de interés han penalizado los resultados financieros del sector.

Los más de cuatro millardos de euros anuales en media, han propiciado que el sector defina unos niveles de rentabilidad (ROE) razonables e incluso elevados, entre el 10% y el 15% desde el 2008. Bien es cierto que, en cualquier caso, la rentabilidad del sector ha mostrado una suave pero clara tendencia a la baja hasta la fecha. La razón fundamental ha sido el aumento de su base de capital obligado por las mayores exigencias regulatorias (Solvencia II) y de la inestabilidad económica y de los mercados, y no tanto un deterioro, apenas apreciable, de su cuenta de resultados.

En el sector bancario, la historia ha sido sin embargo bien distinta (gráfico 2). El balance agregado por sus negocios en España no dejó de crecer hasta bien entrada la crisis. De hecho alcanzó un máximo de más de 3,2 billones de euros en 2012, merced a la propia inercia de extraordinaria expansión que había tenido lugar en los años previos a la crisis. No ha sido hasta años

posteriores, y muy vinculado al propio proceso de reestructuración sectorial, cuando ha tenido lugar una obligada limpieza de sus balances. Ello, junto con la fuerte cesión de la actividad crediticia, se ha traducido en una brusca caída de más del 20% del balance agregado del sector en esta última década.

En paralelo a tal reducción se ha producido, como en el sector seguros, un reforzamiento de los fondos propios. Pero en el caso de la banca, la ausencia de un excedente suficiente⁶ ha hecho ineludible que el crecimiento de sus recursos propios se produjese mayoritariamente vía fuertes inyecciones de capital, tanto privado como fundamentalmente público (rescate bancario). La combinación de la mencionada reducción del balance, con este aumento de los fondos propios es lo que ha permitido acrecentar en este caso la solvencia del sector reduciendo su apalancamiento desde 18 a 12 veces sus fondos propios a la finalización de la crisis.

El saneamiento de los balances ha tenido como contrapartida un resultado neto global del sector bancario por sus negocios en España que todavía es negativo cuando se acumulan los nueve años del período 2008-16. El ROE apenas si ha alcanzado el 5% en el mejor de los últimos años, menos de la mitad de la rentabilidad que continúa generando el sector seguros. Y eso que este último, a través de las filiales aseguradoras de las entidades bancarias, contribuye de manera sustancial a los resultados de estas. Cabe señalar en cualquier caso un elemento diferencial. El excedente de la banca se acrecienta sustancialmente cuando al generado por sus negocios en España se suma el generado por su presencia en el exterior. Dicha presencia se concentra

6. De hecho extraordinarias pérdidas en el bienio 2011-12.

históricamente en las dos grandes entidades, Santander y BBVA, aunque con la incorporación más reciente de Sabadell y Caixa. Sin embargo, en el caso de seguros, aunque es muy significativa y notable la aportación exterior del negocio de Mapfre, la única entidad con presencia exterior relevante, está lejos de ser comparable globalmente a la aportación agregada de la presencia exterior de la banca española

Del comportamiento reseñado de ambos sectores es fácil inferir el acercamiento que se ha producido entre ellos en esta última década, tras la contracción del negocio bancario y la expansión sostenida por el contrario del negocio de seguros. Como puede apreciarse en el gráfico 3 han tenido lugar las siguientes variaciones:

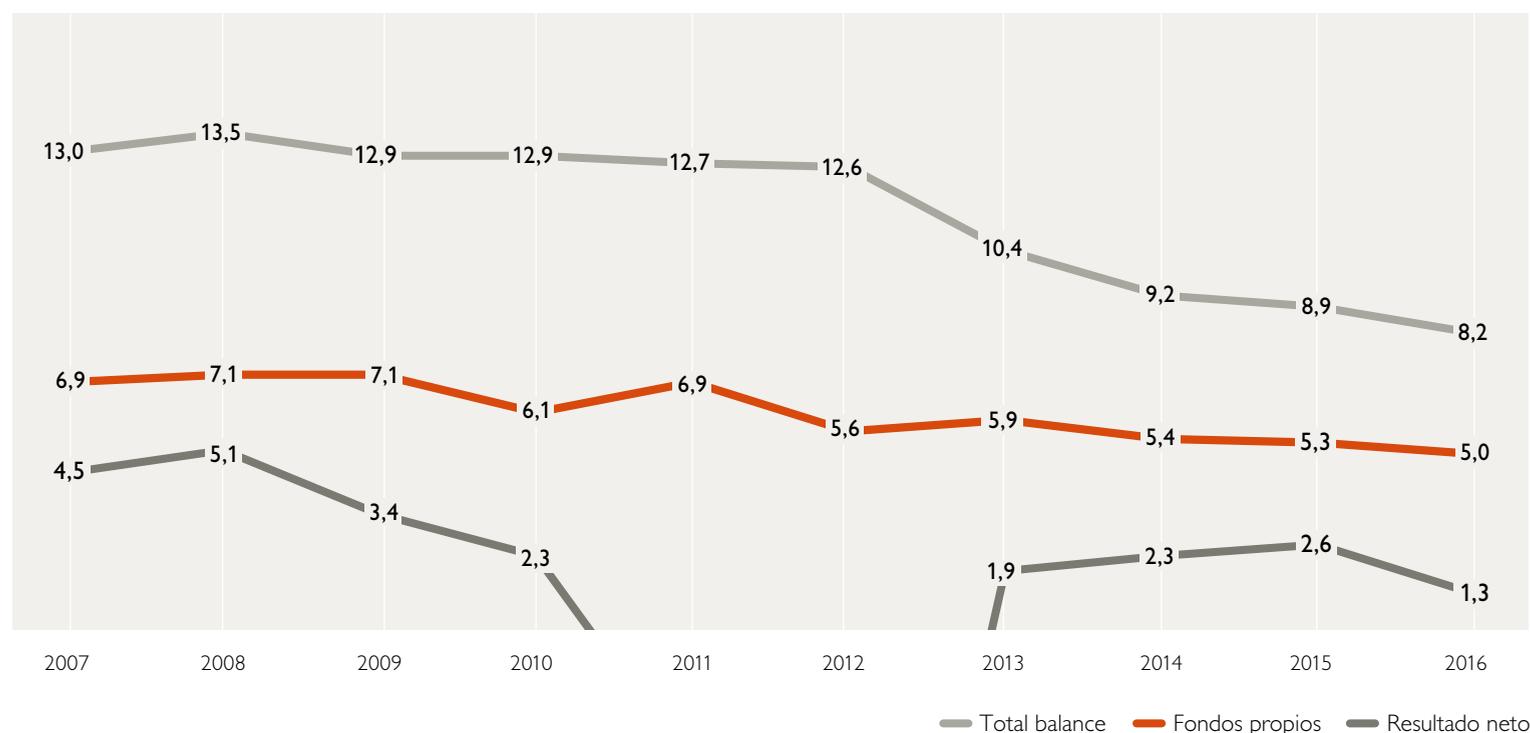
- En términos de tamaño del balance agregado se ha pasado de una ratio de trece veces a una de ocho.
- En términos de fondos propios lo ha hecho de siete a cinco.
- Y finalmente, en términos de resultado neto, la ratio relativa se ha contraído desde cinco veces al inicio del período a prácticamente poco más de una vez el pasado ejercicio por sus negocios en España.

Por supuesto, si tomamos como referencia el empleo de uno y otro sector también se ha producido dicho acercamiento.

Mientras que al inicio de la crisis la banca empleaba a 278.000 personas, diez años después emplea solo a 194.000, un 30% menos. Por el contrario, el sector seguros empleaba a finales de 2016 año una cifra similar a las 43.000 personas que conformaban su plantilla total a principios de 2008.

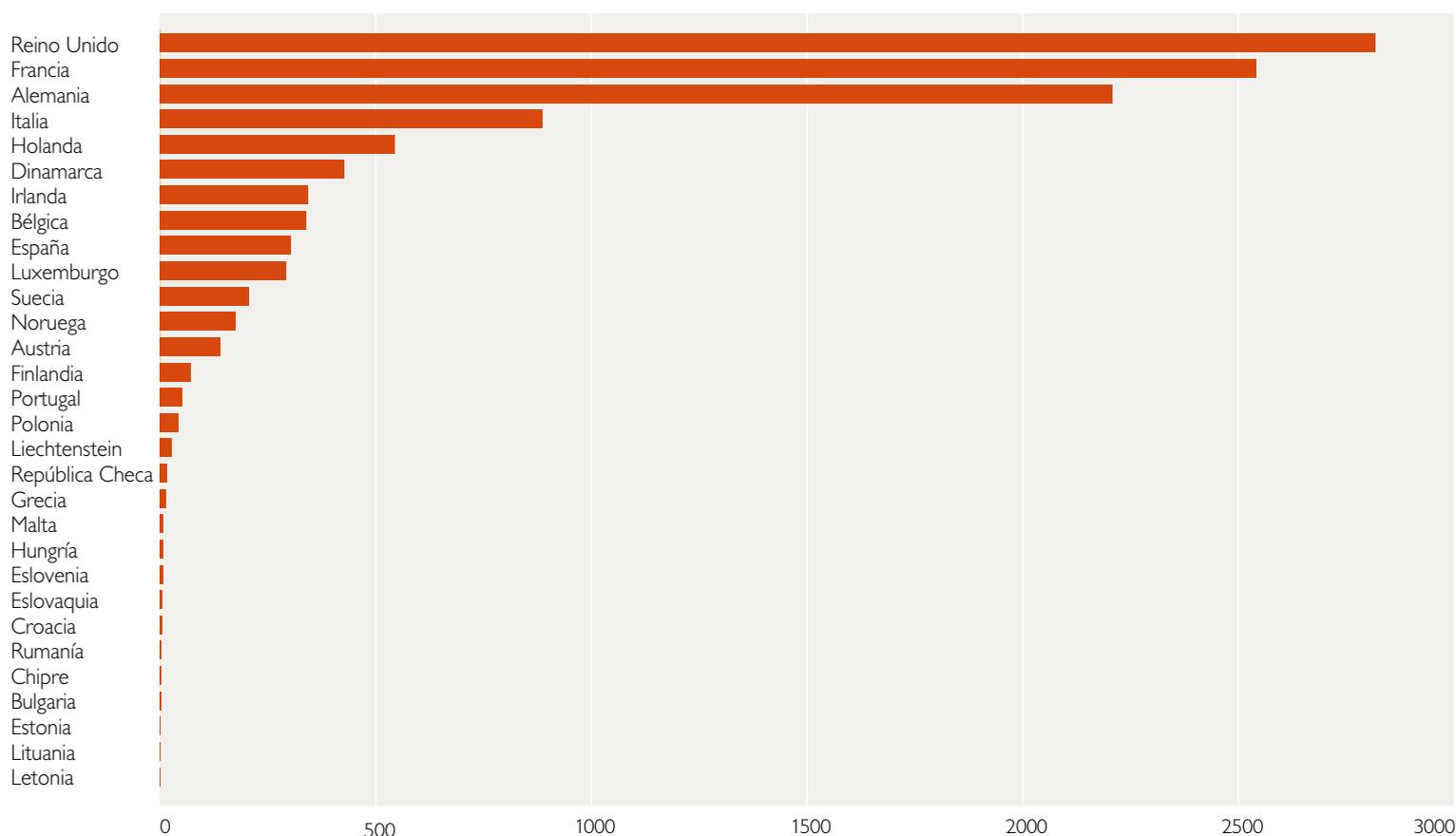
En definitiva, aun cuando es obvio que se mantiene en términos de peso relativo dentro del sistema financiero una evidente primacía del sector bancario español sobre su sector seguros, no es menos cierto que las diferencias se han estrechado significativamente. Y aunque los dos casos comparten una mejoría sustantiva de su solvencia en los años recientes, el aumento relativo de los niveles de fondos propios es mucho mayor en seguros. Además en este último caso dicho aumento proviene casi íntegramente de la generación orgánica de resultados. En cuanto a rentabilidad, se ha producido sin embargo un deterioro evidente en ambos casos, pero de magnitud bien distinta también. En seguros se han mantenido y se mantienen rentabilidades razonables de dos dígitos (aunque decrecientes), mientras que la banca, y pasados ya los duros años de crisis, apenas si puede definir todavía (por sus negocios en España) rentabilidades suficientes para cubrir su coste de capital.

Gráfico 3. Evolución ratios (números de veces) de magnitudes de la banca sobre seguros



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Banco de España y DGSFP

Gráfico 4. *Ranking* de países del sector seguros en la UE por tamaño de balance, junio 2016



Unidad: miles de millones de euros

Fuente: elaboración propia a partir de datos de EIOPA

Los seguros españoles en Europa y algunos retos pendientes

El rodaje del nuevo marco de Solvencia II para el sector asegurador europeo está siendo fuente de nueva información sectorial de extraordinario interés, tanto por sus características y alcance como por el grado de homogeneidad y comparabilidad de la que hasta ahora se carecía.

Uno de los aspectos llamativos es el posicionamiento relativo del sector español. Por el tamaño de su balance agregado, los algo más de 300 millardos señalados anteriormente a finales de 2016, el sector está lejos de ser uno de los relevantes de la industria europea, cuyo balance total alcanza 11,5 billones de euros según datos proporcionados recientemente por EIOPA, el supervisor europeo. Ese 3% que escasamente

representa está muy por debajo del peso relativo de la economía española en la Unión Europea. De hecho, como puede observarse en el gráfico 4, no solo anteceden a España en el ranking países como Reino Unido, Francia, Alemania e Italia, por este orden, sino también otros como Holanda, Dinamarca, Irlanda y Bélgica, países cuyas economías son de mucho menor tamaño que la española.

Buena parte de esa singularidad tiene que ver con el menor desarrollo en nuestro país del negocio de vida-ahorro. De hecho, si nos centramos exclusivamente en los ingresos por primas del ramo de no vida, España se sitúa en quinta posición, después de los grandes países (con la excepción singular de Holanda), e incluso por encima de Italia.

Además del excelente desempeño relativo mostrado por las aseguradoras españolas durante la crisis, éstas también comparan favorablemente en solvencia frente a sus homólogas europeas.

Medida ya aquella dentro del nuevo marco de Solvencia II que entró en vigor en 2016, definen una ratio del 225% frente al capital requerido, nivel que está por encima de la media de la Unión Europea y también de las de los principales países, con la excepción de Alemania.

No es menos cierto que existen grupos entidades, en general pequeñas-medianas, distantes de niveles de solvencia-rentabilidad razonables, lo cual está asociado en buena medida a un grado de fragmentación del mercado notable. A pesar del proceso de consolidación que de manera lenta se ha ido produciendo, existen aún de en torno a 240 compañías. No obstante, en términos de grupos consolidables (que es una visión más relevante), este número se reduce hasta un centenar aproximadamente, acumulando los diez primeros grupos en torno a dos tercios del mercado.

Por supuesto el sector enfrenta también notables retos de gestión regulatoria (la completa asunción del nuevo marco de Solvencia II, la nueva Ley de Distribución del Seguro para su armonización con la nueva normativa europea, etc), adaptación tecnológica y dinámica competitiva. La ventaja es que tiene un margen de recorrido mayor que en los países de nuestro entorno. En un ámbito además donde probablemente acabe siendo más necesaria su presencia; en la canalización del ahorro previsional a largo plazo.

Bibliografía

Banco de España:

- Informe anual (varios años).
- Informe de Estabilidad Financiera (varios años).

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones:

- Informe Anual de Seguros y Fondos de Pensiones (varios años).
- Memoria Estadística Anual de Entidades Aseguradoras (varios años).

Manzano, D.; Valero, F.J. (dir) (2015): *Guía del Sistema Financiero Español*, Ed. Analistas Financieros Internacionales.

Tortella G. y otros (2014): *Historia del seguro en España*, Ed. Fundación Mapfre.





Mercado de capitales español: desarrollo y convergencia

Irene Peña
José Manuel Amor



En el período que recorre este artículo se observa un gran dinamismo y una clara convergencia del mercado de capitales español hacia los estándares europeos, posicionándose a día de hoy como uno de los mayores de Europa. Sus intervinientes tampoco han sido ajenos a este proceso de cambio, pasando de una apelación ampliamente mayoritaria por parte de entes públicos a una presencia cada vez mayor del sector privado tanto financiero como corporativo. La mayor inclusión de la empresas no financieras en los mercados de capitales se ha visto favorecida en el período más reciente tanto por la búsqueda de alternativas de financiación por parte de las empresas en un escenario de contracción de la financiación bancaria en los años de crisis como por el desarrollo de mercados alternativos dirigidos a facilitar el acercamiento entre empresas de capitalización media e inversores. Con el fin de favorecer esta tendencia, la Comisión Europea puso en marcha en 2015 un plan de acción dirigido a la creación de una Unión de Mercados de Capitales a nivel europeo que, de completarse con éxito, podrá favorecer el crecimiento económico y estimular la inversión a largo plazo.

Los mercados de capitales, como lugares en los que se realiza la compra-venta de títulos (ya sean acciones o instrumentos de renta fija) suponen el encuentro entre los agentes de una economía, tanto públicos como privados, con inversores. De su correcto funcionamiento dependerá, por tanto, la capacidad de realizar una asignación eficiente de recursos que permita canalizar el ahorro al crecimiento económico.

En comparación con otras jurisdicciones, especialmente con economías como la estadounidense o la inglesa, los mercados de capitales españoles y, en términos generales los europeos, han tenido un grado de desarrollo relativamente reducido debido a la predominancia de un modelo económico mucho más bancarizado.

No obstante, desde su creación y especialmente en los últimos treinta años, los mercados de capitales españoles, así como sus participantes han experimentado un proceso de gradual transformación que les ha permitido converger hacia los estándares europeos y situar el mercado de capitales español entre los mayores a nivel europeo.

A lo largo de este capítulo trataremos de hacer un recorrido por este proceso de cambio, e identificar los determinantes que sostendrán de su evolución futura y que apuntan hacia la consolidación de un mercado de capitales europeo.

Modernización y transformación institucional

Los mercados de capitales en España comenzaron a penetrar en la actividad económica mediados de los años sesenta, impulsados por un incremento en la renta de los hogares y por el atractivo de algunos valores de empresas emblemáticas, en su mayoría ligadas al sector público que daban el salto al parque como Telefónica, Iberia o Repsol.

Durante los años que siguen el mercado de capitales español, así como el sistema financiero en su conjunto, inicia una andadura de progresiva liberalización y de convergencia hacia los estándares de economías más maduras. Este proceso de desregularización cobra impulso con la incorporación de nuestro país en la Comunidad Económica Europea (CEE) en 1986, lo cual nos sitúa en el punto de partida de los treinta años de mercados de capitales que trata de recordar este capítulo.

En un período relativamente corto (1987-1992) se configura una estructura completamente nueva¹, con la entrada en funcionamiento del mercado de deuda pública anotada en 1987, la publicación de la Ley del Mercado de Valores en 1988, la entrada en funcionamiento del mercado continuo para acciones

en 1989, el establecimiento ese mismo año de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) como órgano supervisor de los mercados, la puesta en marcha del Sistema Electrónico de Negociación de Renta Fija en 1991 que dio lugar al reconocimiento como mercado de valores del Mercado de Renta Fija privada (AIAF) y la entrada en funcionamiento en 1992 del Mercado de Futuros y Opciones (MEFF).

En 2001 nace Bolsas y Mercados Españoles (BME), y dos años después culmina la integración vertical de todas las plataformas y sistemas de negociación españoles, y pasando a ostentar BME la totalidad del capital de las sociedades filiales que componen el grupo: las bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia así como MEFF, AIAF y SENAF. También administra la totalidad de las sociedades gestoras de mercados secundarios (renta fija y variable y derivados), así como los sistemas de liquidación y compensación, a través de IBERCLEAR que se convierte en el depositario central de valores de España y la única entidad a cargo del registro de compensación y liquidación de las operaciones de los mercados bursátiles, AIAF, del mercado de deuda pública en anotaciones y Latibex (Mercado de valores latinoamericanos).

Además de los mercados regulados, los mercados de capitales españoles han experimentado un gran avance en los años más recientes con la creación de mercados alternativos para la cotización de valores de renta variable y de renta fija corporativa. Nos referimos al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y al Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

Los denominados mercados alternativos son mercados no regulados, aunque su gestión normalmente depende de un mercado oficial. En el caso del MAB y MARF su gestión última depende de BME. En estos mercados se trata de simplificar los requisitos de admisión para las empresas, reduciendo los costes y trámites asociados al proceso de incorporación. Tanto el MAB como el MARF se organizan como Sistemas Multilaterales de Negociación (SML) lo que les confiere mayor flexibilidad y la capacidad para establecer reglas y procedimientos a medida.

El MAB se creó en 2005 y fue diseñado, en un primer momento, para la negociación de acciones de Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAVs) y de entidades de capital riesgo (desde 2007). No obstante, en 2008 se autorizó la creación de un tercer segmento del MAB (MAB para empresas en expansión), dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse. Se trata, por tanto, de adaptar el sistema, en lo posible, a empresas peculiares por su tamaño y fase de desarrollo².

1. Zoido, Antonio J. : *Los mercados de capitales en España: 1965-2015*, Instituto Español de Analistas Financieros.

2. Analistas Financieros Internacionales (Afi) (2015): *Guía del Sistema Financiero Español*.

Cuadro 1. Estructura del mercado de valores español (mercados regulados)

	Mercados regulados			
Supervisión	Banco de España		CNMV	
Mercados	Deuda Pública	Deuda Corporativa	Bolsas	Opciones y futuros
Productos	Bonos, Obligaciones, Letras	Pagarés de empresa, bonos corporativos, Cédulas hipotecarias, bonos titulación	Acciones, ETFs, Warrants	Opciones y futuros sobre futuros y sobre acciones y bonos, opciones y futuros sobre índices
Sociedades u Organismos Rectores	Banco de España	AIAF	Bolsas de Valores	MEFF
Compensación	BME CLEARING			
Liquidación y Registro	IBERCLEAR		BME CLEARING	

Fuente: elaboración propia

Posteriormente, en 2013, el MAB incorporó un nuevo segmento de negociación, dedicado a Sociedades de Inversión Colectiva en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI), que permite invertir de una forma diversificada y con un equipo gestor profesional en el sector inmobiliario a través de la tenencia de activos inmobiliarios en arrendamiento o de participaciones en el capital social de otras SOCIMIs o entidades nacionales o extranjeras de actividad similar. Al ser cotizadas, se permite a los accionistas comprar y vender títulos de forma rápida a precio de mercado, dotando a las inversiones de una liquidez tradicionalmente impropia de la inversión en activos inmobiliarios. Recientemente, BME ha lanzado un nuevo segmento del MAB dedicado a la suscripción, reembolso y traspaso de fondos de inversión, denominado BME Fondos. El segmento estará abierto a todo tipo de fondos de inversión, tanto nacionales como internacionales, siempre que estén registrados en la CNMV. Respecto a su homólogo de renta fija, cabe destacar el papel fundamental que está desarrollando el MARF desde su creación a finales de 2013 en el proceso de diversificación de las fuentes de financiación de la empresa española. No hay que olvidar que el MARF se creó quince meses después de la firma del Memorando de Entendimiento (MoU) para la asistencia financiera de la banca española en el que su artículo 27 proclamaba la necesidad de fortalecer una intermediación financiera no bancaria incluyendo financiación a través de los mercados de capitales³.

De este modo, el MARF creado con el objetivo de facilitar de forma ágil el acceso de empresas de capitalización media a los mercados de renta fija tanto a largo plazo (bonos y obligaciones) como a corto plazo (pagarés) ha permitido que un número creciente de empresas estén accediendo a los mercados de capitales para financiar su crecimiento. Si bien la financiación bancaria seguirá siendo determinante, mercados como el MARF crean una oportunidad para las empresas más medianas se puedan beneficiar mediante la emisión de valores de aspectos tales como la financiación a largo plazo y la visibilidad y reconocimiento de la empresa⁴.

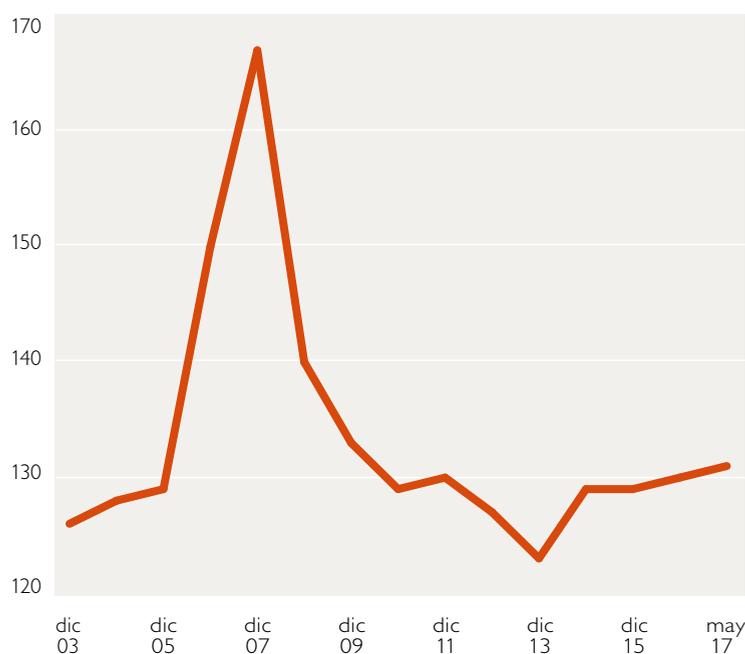
La evolución en cifras del mercado español de capitales

La evolución del mercado de capitales español en los últimos treinta años ha estado muy ligada a la progresiva mayor madurez de nuestra economía y de sus agentes públicos y privados (sistema financiero, empresas y hogares). En efecto, tanto el sector público como el financiero, grandes participantes de los mercados de capitales, han experimentado un notable cambio en estas tres últimas décadas tanto en su tamaño, sofisticación y necesidades de financiación que ha determinado su capacidad de apelar a los mercados de capitales y, por tanto, el tamaño y profundidad de estos. Según datos de la Federación Europea de Bolsas de Valores (FESE), el número de empresas con acciones cotizando en

3. *Non-bank financial intermediation should be strengthened. In light of the high dependence of the Spanish economy on bank intermediation, the Spanish authorities will prepare, by mid-November 2012, proposals for the strengthening of non-bank financial intermediation including capital market funding and venture capital.*

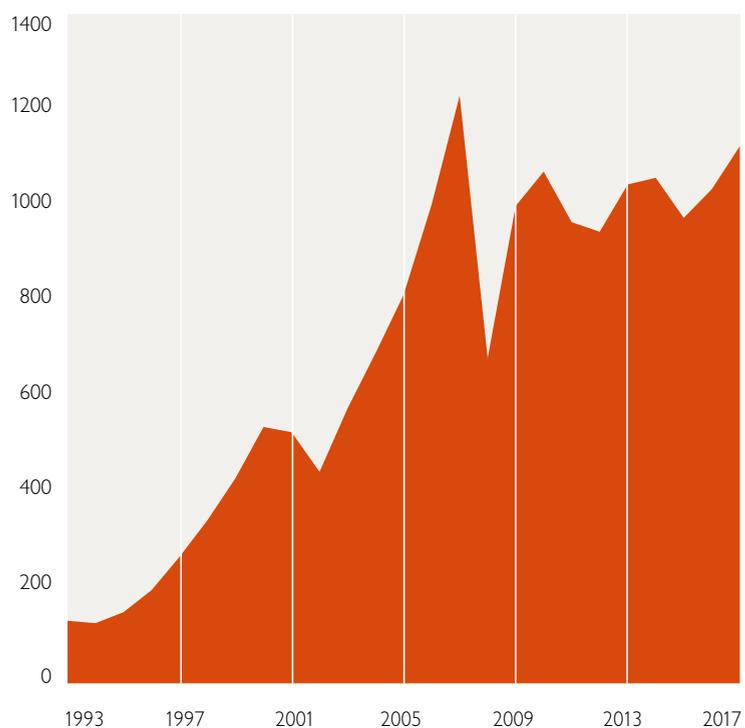
4. Peña, Irene. (2015): "Nuevo mapa de la financiación a pymes: MARF y otras alternativas de financiación en el contexto de la reactivación Bancaria", SEFO, FUNCAS, octubre.

Gráfico 1. Número de empresas cotizadas en el mercado continuo



Fuente: elaboración propia a partir de datos de FESE, BME

Gráfico 2. Capitalización bursátil



Unidad: miles de millones de euros

Fuente: elaboración propia a partir de datos de FESE, BME

las bolsas españolas (BME) se multiplicó por 2 en el período 1993-1997 pasando de 379 a 727. En la actualidad esta cifra supera las 3.300 compañías, de las que una amplia mayoría (3.045 en mayo de 2017) se corresponde con SICAVs o sociedades de inversión de capital variable.

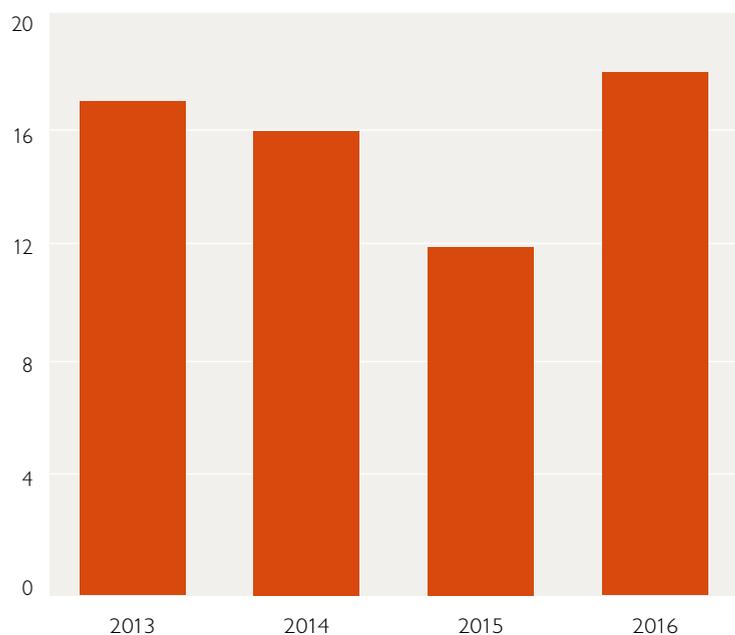
Dejando estos vehículos a un lado, en el Gráfico 1 se muestra la evolución reciente del número de empresas cotizando el mercado continuo. Tal y como se puede observar, desde 2007 se produce una contracción en el número de empresas cotizadas. Esta contracción está muy ligada a numerosas OPVs de exclusión en un contexto de caída de las valoraciones bursátiles y a la exclusión de muchas entidades financieras como consecuencia del proceso de concentración que ha experimentado el sector.

Por su parte, la capitalización bursátil de las empresas cotizadas, ha estado muy ligada al ciclo económico. Al robusto crecimiento de la capitalización en la etapa de expansión económica que caracterizó el período 1993-2007, empujado tanto por una mejora en la valoración de las empresas como por un incremento de las OPV, le siguió un ajuste provocado por la crisis financiera de 2007 y una moderada recuperación

El mercado de renta fija español experimentó una intensa expansión en las últimas décadas, tanto en términos de tamaño como en el número de emisores e instrumentos emitidos hasta situarse, a día de hoy, como uno de los mayores mercados de renta fija de Europa. A diciembre de 2016, el saldo de valores de renta fija listados en España ascendía a 1,6 billones de euros muy por encima de los 390.856 millones de euros registrados en 1999 (primer año de referencia en los informes de la CNMV). La composición del saldo también habría variado notablemente en este período, pasando de una presencia mayoritaria de emisiones del sector público (77% del saldo vivo total) a una creciente importancia del sector financiero (con un peso del 17% en 1999 frente al 42% en 2016). Por tipo de instrumento, dentro de las emisiones del sistema financiero han tenido especial importancia los instrumentos de refinanciación hipotecaria (cédula hipotecaria y titulización) debido a la importancia en los balances de las entidades financieras de este tipo de financiación muy ligada al mercado inmobiliario.

En lo concerniente a emisiones por parte de empresas (sociedades no financieras) su importancia, medida tanto sobre el total de emisiones como sobre los balances de las empresas, ha sido tradicionalmente reducida. Esto se debe, por un lado, al tamaño de nuestro tejido empresarial —con una presencia mayoritaria de pymes— y, por otro, al predominio de la financiación bancaria propio de una economía bancarizada como lo es la española y, en términos generales, la europea. De este modo, durante muchos años el recurso a los mercados de renta fija ha estado limitado a un número muy reducido de empresas en su mayoría del IBEX 35.

Gráfico 3: Número de emisiones inaugurales (primeras emisiones)

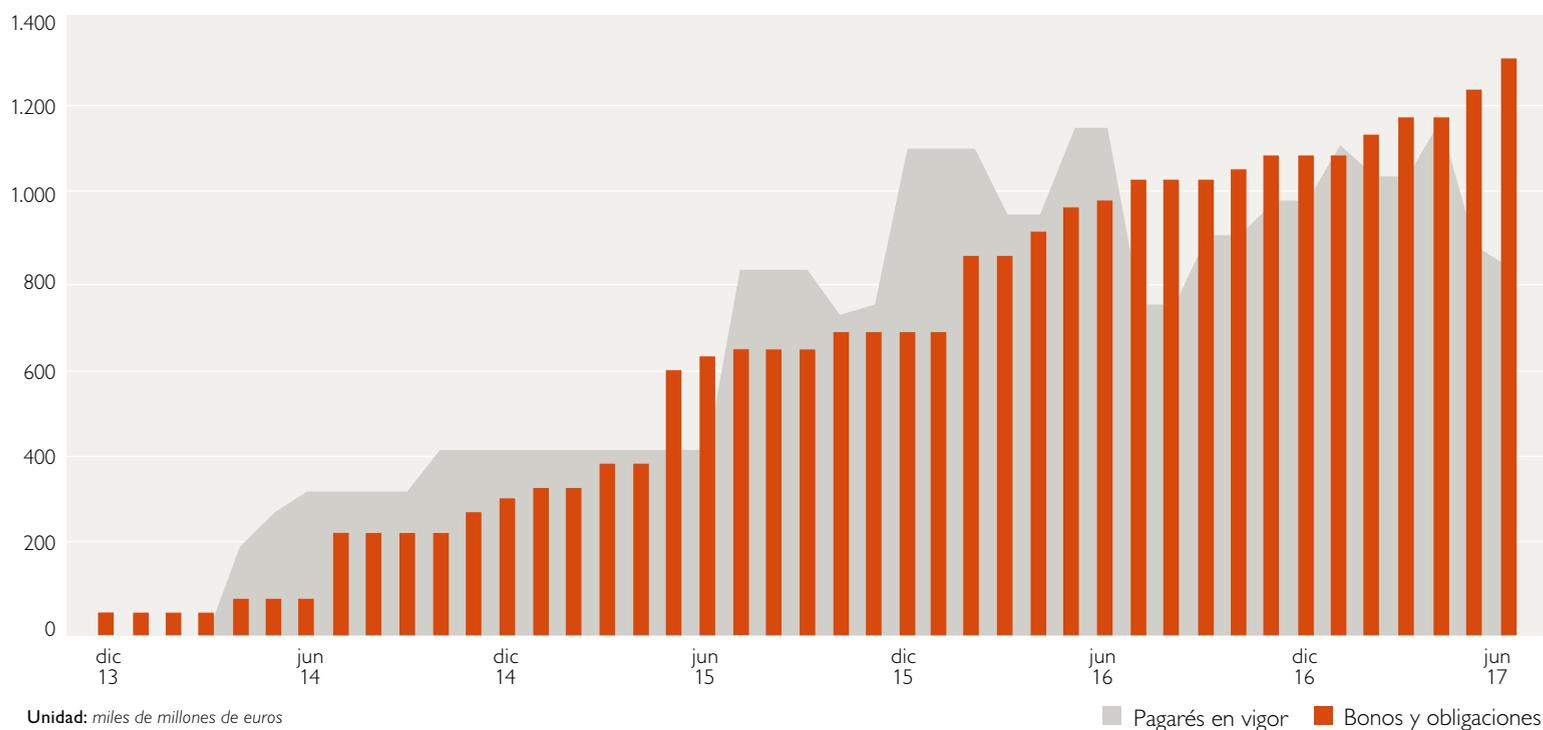


Fuente: elaboración propia a partir de datos de BME, Bloomberg

No, obstante, a raíz de la crisis de 2007 y su efecto en la contracción del nuevo crédito bancario, hemos asistido a una presencia creciente de nuevos emisores en los mercados de renta fija. A este fenómeno ha contribuido la creación del MARF que desde su creación a finales de 2013, ha registrado 40 nuevos nombres emisores con 30 emisiones a largo plazo y 35 programas de pagarés a través de los que se habrían obtenido en torno a 1.300 millones de financiación a largo plazo y 3.500 millones de financiación en programas de pagarés (medido por su saldo vivo).

Este proceso de progresiva diversificación en las fuentes de financiación de las empresas españolas se ha mantenido durante los últimos años, apoyado por un entorno de elevada liquidez que ha favorecido una mayor demanda inversora y ha permitido a las empresas beneficiarse de bajos tipos de interés en sus emisiones. También por medidas extraordinarias como el Programa de Compra de Deuda Corporativa lanzado por el BCE en marzo de 2016 y que habría ejercido una presión adicional sobre la rentabilidad de los bonos. Por último, tal y como se explicará en el punto a continuación, uno de los objetivos de la CE es el de dirigir la economía europea hacia una progresiva desbancarización que contribuya a diversificar riesgos entre el sistema financiero y el mercado y apoye el crecimiento económico de la región.

Gráfico 4. Saldos vivos acumulados de emisión en el MARF



Unidad: miles de millones de euros

■ Pagarés en vigor ■ Bonos y obligaciones

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME, Bloomberg

Hacia la unión de mercados de capitales

El 18 de febrero de 2015, la Comisión Europea (CE) presentó a consulta su libro verde sobre la Unión de Mercados de Capitales, proyecto que surge una vez completado el proceso de Unión Bancaria y que persigue garantizar dos de sus prioridades: fortalecer el crecimiento económico y estimular la inversión con vistas a crear empleo.

Según estimaciones de la CE, si los mercados de capital riesgo de la Unión Europea hubieran estado tan desarrollados como los de Estados Unidos, hasta un total de 90.000 millones de euros adicionales podrían haber estado a disposición de las empresas entre 2008 y 2013. Del mismo modo, si las titulizaciones de pymes volvieran a reactivarse de forma segura, con tan solo con la mitad de niveles de emisión registrados en 2007, se habrían obtenido 20.000 millones de euros de financiación adicional para las empresas.

Tras tres meses en período de consulta, en septiembre de 2015⁵ se publicó el Plan de Acción para la creación de una Unión de Mercados de Capitales (UMC), en el que se establecía un plan integrado de treinta acciones y medidas complementarias dirigidas a la creación de un mercado de capitales integrado en la UE fijando 2019 como la fecha límite para su aplicación. Los principales objetivos establecidos en dicho plan eran los siguientes:

- Ofrecer más posibilidades de financiación a las empresas europeas, incluidas las pymes.
- Garantizar un entorno normativo adecuado para inversiones a largo plazo y sostenibles y la financiación de infraestructura en Europa.
- Incrementar la inversión y las opciones a disposición de los inversores minoristas e institucionales.
- Reforzar la capacidad de préstamo de los bancos.
- Suprimir los obstáculos transfronterizos y desarrollar mercados de capitales para el conjunto de los veintiocho Estados miembros.

En la evaluación intermedia del plan de acción⁶ se ha confirmado que, durante los 18 meses de vida del proyecto, se han conseguido más de la mitad de las medidas anunciadas, con una atención particular por aumentar las fuentes de financiación de riesgo en el proceso de expansión de las empresas.

Las principales medidas adoptadas han sido:

- La aprobación, en mayo de 2017, de dos regulaciones dirigidas a promover un mercado seguro y líquido de titulización en Europa: una propuesta de reglamento para crear un marco común europeo de titulizaciones simples, transparentes y estandarizadas (STS según sus siglas en inglés) y una propuesta de modificaciones en el tratamiento que recibe la titulización en el Reglamento sobre Requerimientos de Capital. Ambas medidas persiguen mejorar la capacidad de los bancos para prestar al sector privado a través de la movilización de préstamos.
- También en mayo de 2017 y con el fin de promover la financiación a emprendedores y empresas en expansión se han revisado tanto el Reglamento sobre los fondos de capital riesgo europeos (FCRE) como el Reglamento sobre los fondos de emprendimiento social europeos (FESE) haciéndolos extensivos a los gestores de fondos de cualquier tamaño y ampliando la gama de sociedades en las que podrá invertirse para permitir a los inversores invertir más fácilmente en pequeñas empresas innovadoras. Adicionalmente, se prevé la creación de uno o varios fondos de capital riesgo paneeuropeos promovidos por el sector privado y respaldados por 400 millones de euros del presupuesto europeo (que debe al menos ser igualado de manera privada por los gestores elegidos para gestionar el fondo).
- Aprobación del nuevo Reglamento de la UE de folletos que se aplicará a partir de mediados de 2019. Entre las mejoras aportadas, establecerá medidas referentes al contenido y el formato del folleto simplificándolo y dando lugar a un documento de registro universal. Con ello se persigue facilitar el acceso a los mercados de capitales de las empresas y la obtención de capital en mercados públicos.
- Con el objetivo de potenciar la inversión en infraestructura se modificó en septiembre de 2015 y comenzó a aplicarse en abril de 2016 el acto delegado de Solvencia II, reduciendo los costes que supone para las compañías de seguros la inversión en proyectos de infraestructura admisibles. Adicionalmente, se encuentra en proceso de revisión la calibración de riesgos de las inversiones en empresas de infraestructura que estimule la inversión privada de los bancos en este tipo de proyectos.

La revisión del plan de acción, y la visión positiva sobre su evolución, ha permitido la incorporación de nuevas acciones como son, por ejemplo, el compromiso por mejorar el marco de supervisión de los mercados de capitales de manera que exista un mayor grado de armonización y convergencia normativa que reduzca los obstáculos actuales a la inversión

5. https://ec.europa.eu/info/publications/action-plan-building-capital-markets-union_en

6. https://ec.europa.eu/info/publications/mid-term-review-capital-markets-union-action-plan_en

transfronteriza; tratar de facilitar el acceso de las pymes a los mercados de capitales simplificando de manera adicional los trámites necesarios para su incorporación, acción que podría dar lugar a una *ley de mercado de valores para pymes*, o tratar apoyar el crecimiento sostenido de la, todavía incipiente, industria Fintech (financiación y tecnología) en Europa.

Bibliografía

Analistas Financieros Internacionales (2015): *Guía del Sistema Financiero Español*, 7ª edición. Afi Escuela de Finanzas, Madrid. Obra dirigida por D. Manzano y F. J. Valero.

Analistas Financieros Internacionales (2015): *La Comisión Europea lanza el Plan de Acción de la Unión de los Mercados de Capitales*, Nota Bancaria, septiembre.

Comisión Europea (2015): *Green Paper Building a Capital Markets Union*, febrero.

Comisión Europea (2017): *Acelerar la unión de los mercados de capitales: hacer frente a las barreras nacionales a los flujos de capital*, Informe de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, marzo.

Comisión Europea (2017): *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones sobre la revisión intermedia del plan de acción para la unión de los mercados de capitales*, junio.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (varios años): *Informe Anual sobre los Mercados de Valores*.

Peña, I. (2015): “Nuevo mapa de la financiación a pymes: MARF y otras alternativas de financiación en el contexto de la reactivación Bancaria”, SEFO, FUNCAS, octubre.

Zoido, A. (2015): *Los mercados de capitales en España: 1965-2015*, Instituto Español de Analistas Financieros.





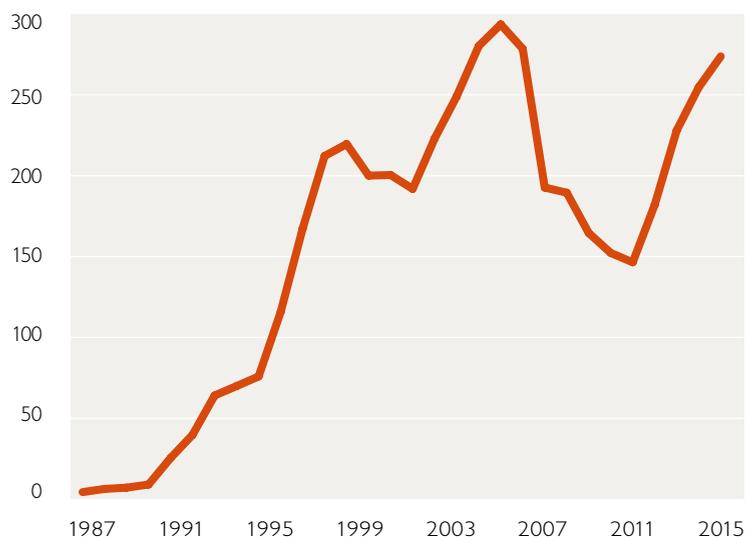
Inversión colectiva y fondos de pensiones: convergencia al modelo anglosajón

David Cano
Carlos Magán



Durante las últimas tres décadas hemos asistido a un importante crecimiento y transformación de la inversión colectiva y de los fondos de pensiones en España. De esta forma, se ha avanzado en el proceso de convergencia hacia los modelos de desintermediación del ahorro que se observa en otros países, especialmente los anglosajones. Cambios en la oferta, modificaciones normativas y evolución de ciertas variables financieras (en especial, los tipos de interés) han servido para consolidar el crecimiento de la industria de gestión de activos y, sobre todo, el cambio en el perfil del inversor y del riesgo asumido. Los vehículos de inversión colectiva aumentan su peso en el patrimonio de los españoles y son la principal vía para tomar posiciones en renta variable o renta fija.

Gráfico 1. Evolución del patrimonio de los fondos de inversión



Unidad: miles de millones de euros

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Inverco

Gráfico 2. Evolución del patrimonio de las SICAV



Unidad: miles de millones de euros

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Inverco

Dentro de la amplia lista de cambios experimentados por la economía española en los últimos treinta años de los que nos hacemos eco en este libro, ocupa un lugar destacado la inversión colectiva. Si bien como tal nació a mediados del siglo XX, no fue hasta no fue hasta 1990 cuando consiguió desarrollarse, en gran medida por la aplicación de dos medidas de incentivo fiscal: tributación de la institución de inversión colectiva (IIC) en el impuesto sobre sociedades a un tipo reducido del 1% (aún vigente) y aplicación de coeficientes reductores en el cálculo de las plusvalías a efectos de IRPF para el inversor (sustituido por el actual *traspaso fiscal exento*).

Durante las últimas tres décadas hemos asistido a una transformación, especialmente en la oferta de producto, adaptándose al entorno. Esta estrategia ha servido para consolidar la recuperación y, sobre todo, el cambio en el perfil del inversor y del riesgo asumido.

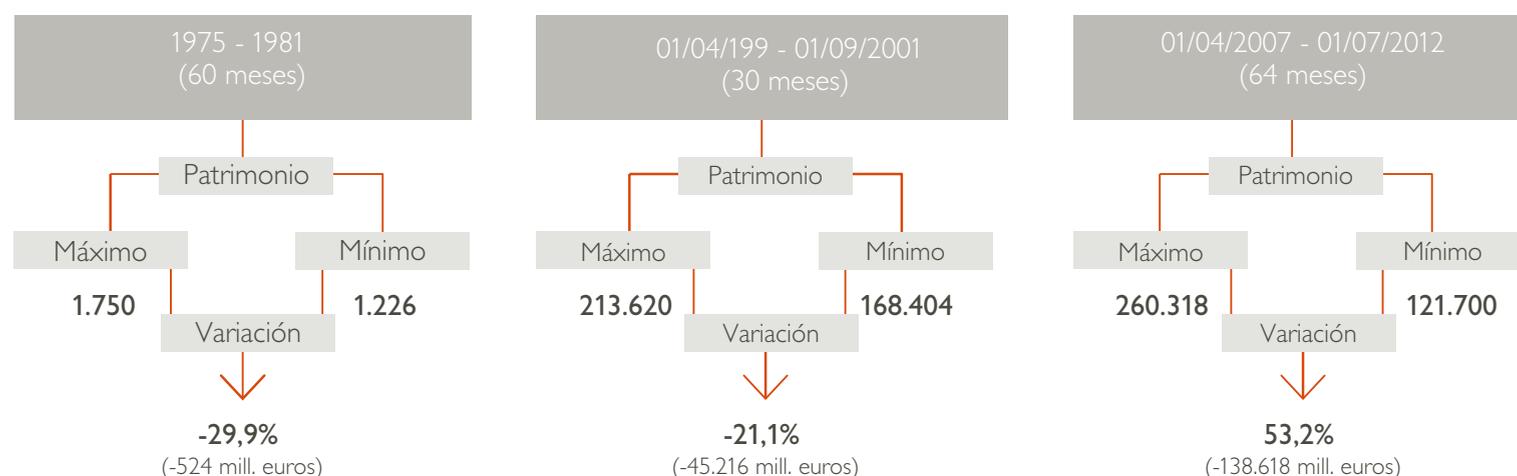
No menos relevante es el desarrollo inicial en las mismas fechas, coincidiendo prácticamente con estos treinta años de los planes y fondos de pensiones, que aunque han tenido un menor desarrollo que las IIC, su crecimiento ha sido sostenido salvo el estancamiento sufrido durante la crisis reciente.

La evolución de la inversión colectiva en España

El nacimiento de los Fondtesoros (1990) y de los fondos garantizados de renta fija (1995) y de renta variable (1996) fueron algunos de los hitos que permitieron el definitivo desarrollo de la inversión colectiva en España, que se apalancó en la bonanza de los mercados financieros en el período 1995-1999 para situar el patrimonio bajo gestión en más de 220.000 millones de euros. El comportamiento de los mercados bursátiles ha sido un factor que ha marcado la evolución del patrimonio bajo gestión en IIC en España, tanto al alza (1996-1999) como a la baja, en este caso en el período comprendido entre abril de 1999 y septiembre de 2001. Con el estallido de la *burbuja punto com* el sector tuvo que afrontar la primera crisis que generó dudas sobre su recuperación futura. Ahora bien, la evolución bursátil no es el único (y ni siquiera el más importante) factor explicativo de la evolución del patrimonio bajo gestión. No en vano, el porcentaje que ha supuesto la renta variable en el total del patrimonio bajo gestión en fondos en España nunca ha sido elevado, si bien, sí es de cierta consideración si sumamos fondos de categorías globales e internacionales, estrategias estas con algo más de riesgo.

Tras los mínimos de patrimonio de 2001 comienza la recuperación que culmina en abril de 2007, es decir, un poco antes del estallido de la Gran Recesión, cuando el patrimonio en

Cuadro 1. Los tres períodos de crisis de los fondos de inversión en España



Fuente: elaboración propia a partir de datos de INVERCO

fondos de inversión superaba en España los 260.000 millones de EUR. Comienza partir de ahí una tendencia de reembolsos netos que se intensificaría en 2008 y a la que se sumaría el efecto de la cesión del valor de mercado de los activos financieros en los que se invertía (especialmente los bursátiles). Hubo que esperar hasta julio de 2012 para observar una finalización de esas caídas bursátiles, que se cuantifican en un 53%, por lo que supera los registros de la crisis de 1975-1981 (-30%) y los de la de 1999-2001 (-21%). A partir de verano de 2012 comenzó una recuperación que, de momento, no ha permitido alcanzar la cota de primavera de 2007.

Las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) son las IIC que han mostrado una mayor capacidad de resistencia durante la crisis. El patrimonio conjunto de las SICAV y de las SIL¹ ha superado los 33.000 millones de euros, lo que supone marcar un nuevo máximo histórico. Una de las claves de la menor caída del patrimonio y de su posterior más intensa recuperación pudo residir en la tipología de inversor, con más apetito por el riesgo y mayores conocimientos financieros, así como por la, salvo contadas excepciones, ausencia de comercialización a través de las redes bancarias enfocadas al cliente minorista, lo que evitó los reembolsos masivos que se produjeron en los fondos de inversión.

1. La sociedad de inversión libre (SIL) es una SICAV que no está sujeta a los límites de diversificación, apalancamiento y posiciones cortas.

La adaptación de la oferta de la inversión colectiva

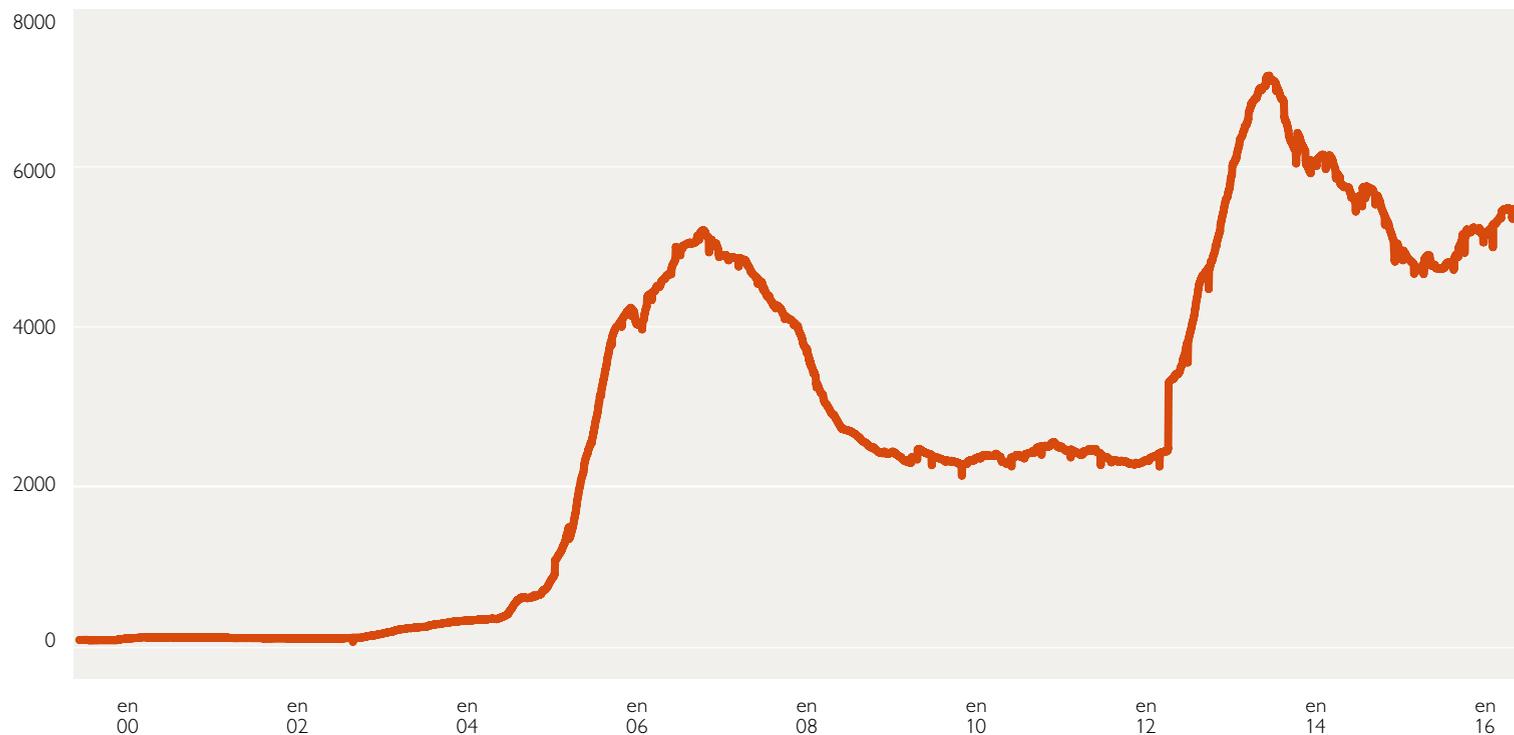
Una de las claves de la supervivencia y desarrollo de cualquier industria es la innovación. En unas ocasiones, como respuesta a las necesidades de los clientes y/o a los acontecimientos del entorno, y en otras, anticipándose y ofreciendo soluciones adecuadas para crear una nueva demanda que permita un crecimiento del negocio. Estas ideas son aplicables a la industria de la inversión colectiva que a lo largo de los años, especialmente en los períodos de crisis, ha sabido adaptarse y ofrecer una nueva tipología de productos.

El desarrollo de los fondepósitos y de los fondos perfilados y su papel en la banca personal y privada

En plena caída de los activos bajo gestión en la última crisis, uno de los escasos productos que consiguieron captar patrimonio fueron los fondepósitos, esto es, fondos de inversión que invierten en exclusiva en depósitos y pagarés bancarios y que, por lo tanto, se pueden caracterizar como muy conservadores.

La clave de su éxito inicial (2008 y mediados de 2009) fue que con ellos el partícipe podía reorientar su cartera hacia los depósitos bancarios para aprovecharse de las altas rentabilidades ofrecidas en aquellos momentos y hacerlo con un mejor tratamiento fiscal. Por un lado, porque la inversión en depósitos a través de fondos goza del diferimiento de la

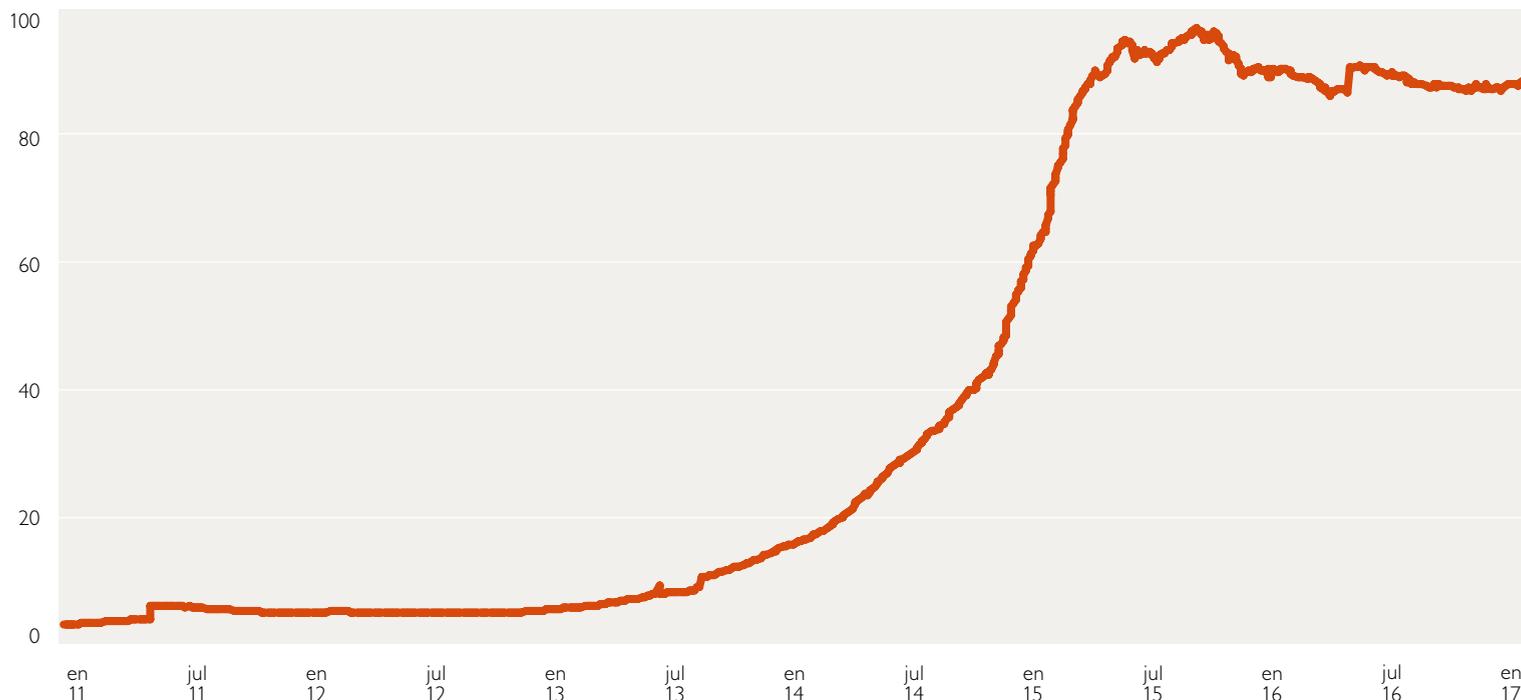
Gráfico 3. Evolución del patrimonio en fondepósitos



Unidad: miles de millones de euros

Fuente: elaboración propia

Gráfico 4. Evolución del patrimonio en fondos perfilados



Unidad: miles de millones de euros

Fuente: elaboración propia

tributación (frente a la inversión directa, que tributa en cada pago de intereses). Por el otro, porque mediante la figura del traspaso, un particular podía cambiar su cartera de fondos desde posiciones con riesgo (renta variable, por ejemplo) hacia un activo tan defensivo como el depósito bancario, sin implicaciones fiscales.

Por su parte, las entidades financieras encontraron en los fondepósitos una fuente de financiación adicional con un menor impacto sobre el patrimonio comercializado de fondos de inversión, ya que el cliente no vendía un fondo de renta variable para contratar un depósito, sino que traspasaba de un fondo a otro. Es decir, no se producía una caída en el total del patrimonio de fondos gestionados o comercializados por la entidad financiera, si bien es cierto que tenía implicaciones en la cuenta de resultados, ya que las comisiones de los fondepósitos (0,40% en media) son menores que en el resto (especialmente los de renta variable).

Confluencia de factores de oferta y demanda permitieron en 2008 y 2009 no solo el nacimiento de diversos fondepósitos, sino también la consolidación de algunos ya lanzados en 2006, así como a la transformación de fondos monetarios, de renta fija, garantizados o incluso globales. Nacimiento, consolidación o transformación permitieron que el total del patrimonio superase los 5.000 millones de EUR en primavera de 2009.

Tras una fase de fuerte corrección (-60% del patrimonio), coincidiendo con las dudas sobre la solvencia de las entidades financieras españolas (finales de 2009), y otra de estabilización (como se verá más adelante, los fondos con objetivos de rentabilidad no garantizada tomaron el relevo a los fondepósitos como *fondos estrella*), a partir de enero de 2013, asistimos a una nueva etapa dorada de estos fondos que situaron su patrimonio en un nuevo máximo histórico (febrero de 2014) con algo más de 7.000 millones de euros.

Este crecimiento empezó a perder tracción a finales de 2014 como consecuencia de la caída de rentabilidad de los fondepósitos, en línea con las nuevas medidas de estímulo monetario del BCE (inyección de liquidez a 4 años -TLRO- y tipos negativos en la facilidad marginal de depósito). Pero, y he aquí un elemento diferencial respecto a otros momentos del tiempo, gran parte de la pérdida patrimonial de los fondepósitos ha sido absorbida por la propia industria de inversión colectiva, en concreto, por categorías con una mayor expectativa de rentabilidad, como los fondos mixtos, en concreto, los *fondos perfilados*.

Agotado el atractivo de los depósitos (*fondepósitos*) la adaptación de la oferta de producto experimentó un nuevo avance desde 2014 con el desarrollo de los denominados *fondos*

*perfilados*², vehículos que bien a través de la inversión directa en valores, bien a través de la inversión en otros fondos, ofrecen distintos niveles de rentabilidad-riesgo.

El desarrollo de estos productos ha sido especialmente significativo en los segmentos de banca especializada de las grandes entidades financieras españolas (banca privada y banca personal), ofreciendo una gama dividida en perfiles de riesgo (siendo lo usual los perfiles conservador, moderado y dinámico) en función de la tolerancia al riesgo del cliente, su horizonte temporal, patrimonio invertido, etc.

Las principales ventajas de estos fondos de inversión son su capacidad para canalizar las inversiones de clientes de todo tipo de perfil de riesgo y para cualquier nivel de patrimonio, al tiempo que ofrecen las ventajas de una gestión de carteras, con una gestión profesionalizada, acceso a todo tipo de mercados y activos, flexibilidad del gestor para asumir mayor o menor riesgo en función de la evolución de los mercados, la elevada liquidez, etc. En la actualidad, los fondos perfilados representan el 20% del patrimonio total gestionado por las entidades financieras españolas, un porcentaje que, como ya hemos señalado, procede de los fondos más defensivos (monetarios, renta fija corto plazo y garantizados).

Fondos garantizados y fondos de renta fija con objetivo de rentabilidad no garantizada

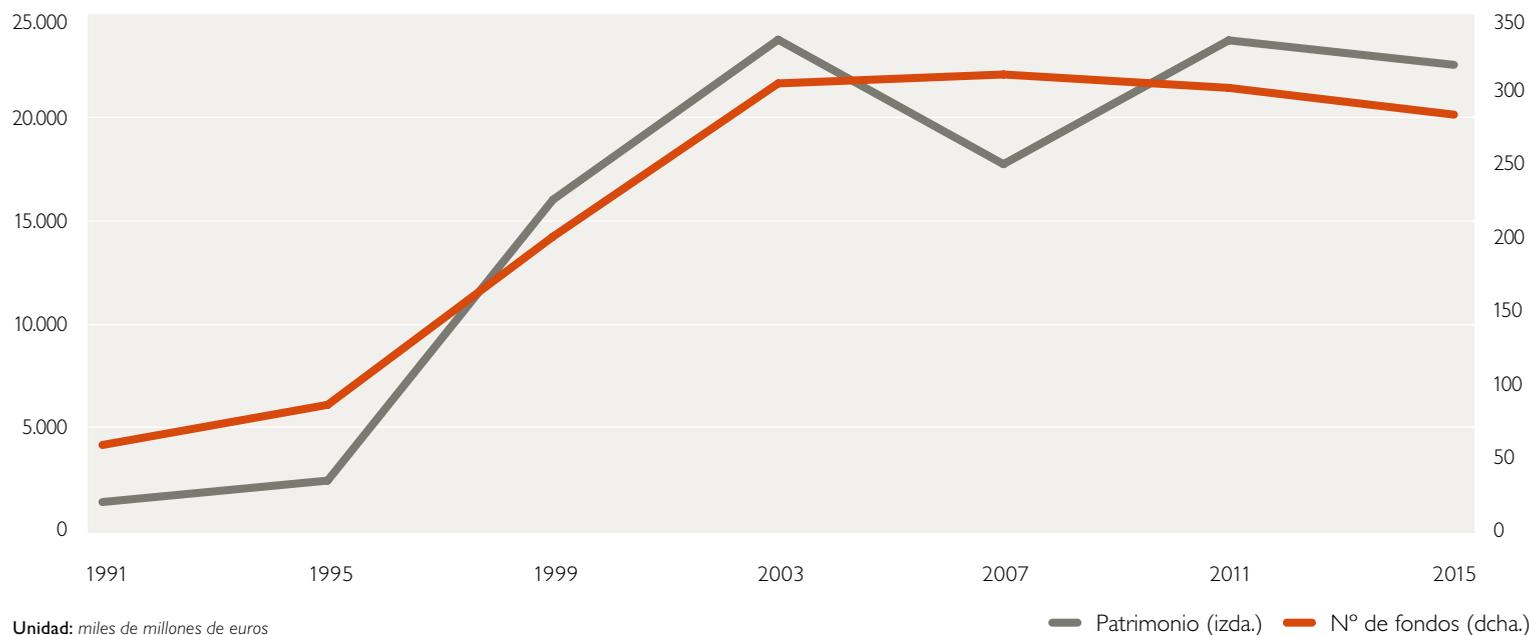
El nacimiento de los *fondos con objetivo de rentabilidad no garantizada* se produce a principios de 2011 como una evolución de los fondos garantizados³. De hecho, tienen una estructura de cartera, un plazo de vencimiento, unas comisiones y una estrategia de comercialización muy similar, con el elemento diferencial de no incorporar una garantía de un tercero al capital invertido. Los también conocidos como *fondos de rentabilidad objetivo* se enmarcan dentro de la categoría de *gestión pasiva* de la CNMV, lo que en ocasiones ha podido causar cierta confusión.

Su comercialización no tardó en tomar velocidad gracias a dos variables. En primer término, su rentabilidad, debido a las atractivas valoraciones que ofrecían los activos de renta fija del Tesoro en ese momento (con la prima de riesgo, aunque ya estrechando, todavía en niveles de estrés), que permitían estructurar una cartera con activos de deuda pública a vencimiento y unas rentabilidades medias superiores al 3%-4%. En segundo

2. Los primeros fondos perfilados se lanzaron en 2011 y 2012. Se puede señalar a los *fondos de fondos*, vigentes desde 2002/2004, como los precursores de los fondos perfilados si bien no se consideran como tal, ya que no estaban diseñados y gestionados teniendo en cuenta el perfil de riesgo del cliente.

3. Nacidos en 1995 como consecuencia de la crisis de la renta fija del año anterior que provocó intensas caídas en los fondos de renta fija. Un año después nacieron los garantizados de renta variable.

Gráfico 5. Patrimonio de los fondos de renta fija con objetivo de rentabilidad no garantizado



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Inverco

término, la ventaja que para las entidades financieras suponía poder captar importantes volúmenes de patrimonio sin tener que prestar una garantía, evitando así el importante consumo de recursos propios, difícil de soportar en un momento de exigencias crecientes en lo referente a su solvencia.

En un momento en el que las entidades financieras ya no necesitaban liquidez y sí reforzar su cuenta de resultados vía comisiones, las características de estos fondos y su promesa de una rentabilidad más o menos cierta a un plazo determinado, les convirtieron en el producto idóneo para canalizar los saldos de los importantes vencimientos de los fondos garantizados tradicionales, así como la alternativa perfecta a la movilización de saldos en depósitos.

Pero el explosivo crecimiento de estos fondos comenzó a ralentizarse a lo largo de 2014, motivado fundamentalmente por las escasas rentabilidades de los activos de renta fija utilizados en sus carteras, que ya no permitían ofrecer rendimientos atractivos a cambio de inmovilizar el patrimonio durante un período de tiempo medio de 3 a 5 años.

La gestión independiente en España y los fondos de autor

Antes señalábamos los grandes fondos perfilados pertenecientes a entidades financieras como ejemplo de adaptación de la oferta. Y podemos decir que son el principal si atendemos al importante volumen de patrimonio que están acumulando. El otro protagonista, aunque con menos brillo en el aspecto

cuantitativo, es la gestión independiente, esto es, la de aquellas sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) que no pertenezcan a una entidad financiera, sino a los propios gestores de los fondos o a los principales inversores de los mismos.

Puede que la cada vez mayor presencia de fondos internacionales haya ayudado al desarrollo de la industria de gestión independiente en España. Esta presencia de fondos foráneos ha provocado que los inversores españoles se hayan ido acostumbrado a invertir más allá de la oferta de fondos de su entidad financiera, lo que a su vez ha podido favorecer que muchos proyectos locales de gestión independiente hayan decidido ver la luz en los últimos años.

Todavía queda un largo camino por recorrer en la gestión independiente en España. En el Cuadro 2 se constata que el patrimonio de las 10 mayores gestoras independientes apenas representa el 8% del volumen total de fondos en España, mientras que el patrimonio de las 9 primeras gestoras de grupos financieros representa el 77%⁴.

Por último, señalar el concepto *fondo de autor*, si bien no está limitado a las gestoras independientes. En 2014 la CNMV creó esta figura que hace referencia a aquellos fondos en los que la gestión está muy vinculada a la opinión de su gestor y no tanto a la que tenga la SGIIC a la que pertenezca. Los fondos que la

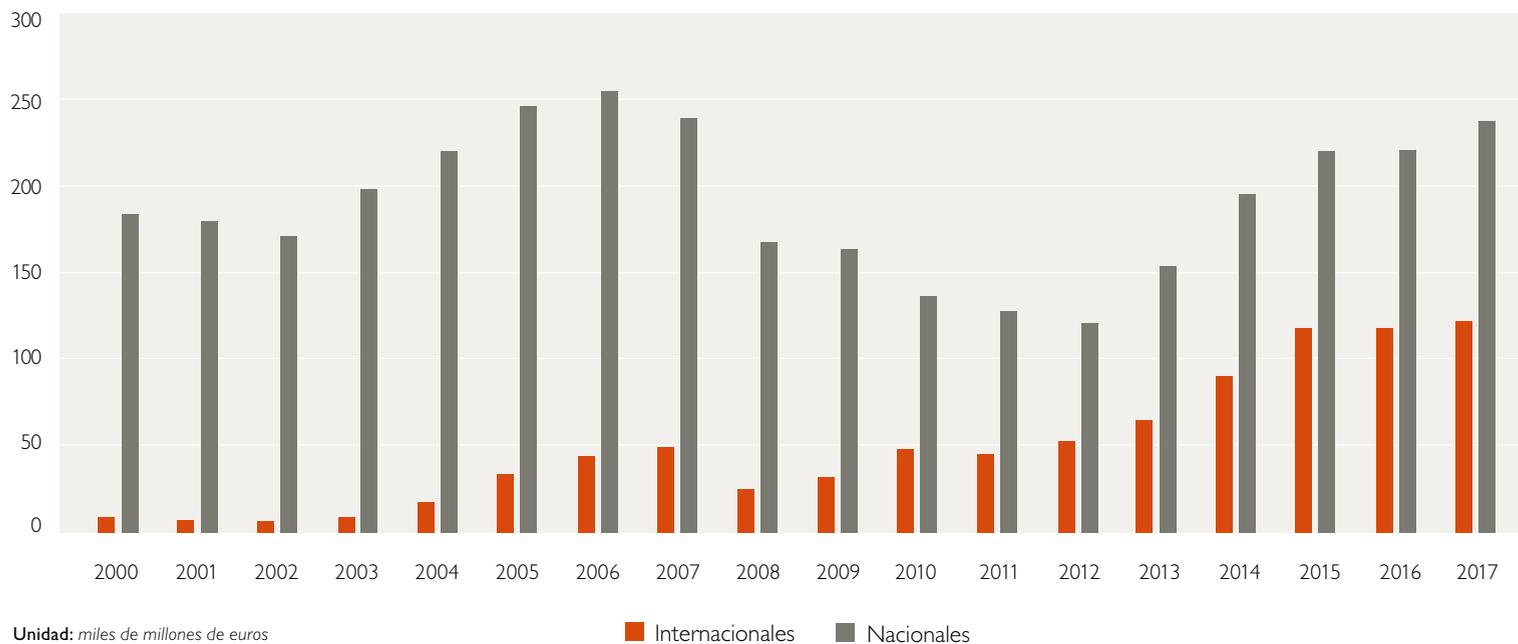
4. Se tiene en cuenta la adquisición de Popular por parte del Banco Santander.

Cuadro 2. Cuota de patrimonio gestionado en IIC en España

SGIIC	Cuota	SGIIC	Cuota
SANTANDER AM	18,4%	POPULAR GEST. PRIVADA	0,18%
CAIXABANK AM	17,9%	GESPROFIT	0,15%
BBVA AM	13,9%	CREDIT AGRIC.MERCAG.	0,15%
SABADELL AM	6,3%	BELGRAVIA CAPITAL XXI	0,15%
BANKIA FONDOS	5,6%	DEGROOF PETERCAM	0,14%
IBERCAJA GESTION	4,6%	GESIURIS AM	0,13%
KUTXABANK GESTION	4,4%	ALANTRA AM	0,13%
BANKINTER G° ACTIVOS	3,1%	OMEGA GEST.DE INVERS.	0,13%
UNIGEST	2,3%	GESTIFONSA	0,13%
MUTUACTIVOS	1,8%	FONDITEL	0,12%
BESTINVER GESTION	1,8%	INVERSEGUROS GESTION	0,11%
GESCOOPERATIVO	1,6%	GCO GESTION DE ACTIVOS	0,11%
RENTA 4 GESTORA	1,4%	TRESSIS GESTION	0,11%
TREA AM	1,1%	ALPHA PLUS GESTORA	0,09%
MAPFRE AM	1,1%	ATL I2 CAPITAL GESTION	0,09%
IMANTIA CAPITAL	1,1%	INVERDIS GESTION	0,08%
GIIC FINECO	1,0%	ATTITUDE GESTION	0,08%
LIBERBANK GESTION	0,8%	WELZIA MANAGEMENT	0,08%
CAJA LABORAL GESTION	0,8%	MERCHBANC SGIIC	0,08%
AMUNDI IBERIA	0,7%	ALTAN CAPITAL	0,08%
MARCH AM	0,7%	ACACIA INVERSION	0,07%
AVIVA GESTION	0,7%	ARQUIGEST	0,07%
CREDIT SUISSE GESTION	0,6%	DUX INVERSORES	0,06%
DEUTSCHE AM	0,5%	GESALCALA	0,05%
AZVALOR AM	0,5%	ALANTRA WM	0,05%
EDM GESTION	0,4%	A&G FONDOS	0,04%
ABANTE ASESORES G°	0,4%	PATRIVALOR	0,04%
COBAS AM	0,4%	JULIUS BAER GESTION	0,03%
GVC GAESCO GESTION	0,3%	ARCANO CAPITAL	0,03%
UBS GESTION	0,3%	INTERMONEY GESTION	0,03%
ANDBANK WM	0,3%	GESBUSA	0,03%
BNP PARIBAS AM	0,3%	ABACO CAPITAL	0,03%
CARTESIO INVERSIONES	0,3%	FIDENTIIS GESTION	0,02%
NOVO BANCO GESTION	0,3%	EGERIA ACTIVOS	0,02%
MEDIOLANUM GESTION	0,3%	CYGNUS AM	0,01%
CAJA INGENIEROS GESTION	0,2%	SOLVENTIS	0,01%
MAGALLANES VALUE INVES.	0,2%	MIRABAUD GESTION	0,01%
GESNORTE	0,2%	AMISTRA	0,01%
METAGESTION	0,2%	GESINTER	0,01%
GESCONSULT	0,2%	EUROAGENTES GESTION	0,01%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Inverco. Datos a 31 de mayo de 2017

Gráfico 6. Evolución del patrimonio de fondos de inversión nacionales e internacionales



CNMV califique como tales tienen que especificar en el folleto la identidad del gestor del producto con nombre y apellidos, y un cambio en dicha persona constituirá un hecho relevante asimilable a un cambio en la política de inversión o en las comisiones, otorgando por tanto el derecho de separación al partícipe⁵.

Los fondos internacionales y los ETF

Otra de las transformaciones en los últimos años de la estructura de la industria de la inversión colectiva en España desde el lado de la oferta ha sido la irrupción de las gestoras internacionales, que desde hace más de tres lustros vienen registrando sus fondos para la venta en España y han abierto oficinas para su comercialización.

El crecimiento de los fondos internacionales en España tuvo mucho que ver con el desarrollo de los primeros fondos de fondos. Estos nuevos productos necesitaban invertir en otros fondos que les dieran acceso a todo tipo de activos, mercados y geografías. Esta demanda, difícil de cubrir por la reducida gama de fondos españoles, con la aparición de grandes gestoras internacionales con una extensa gama de productos.

La presencia local fue aprovechada por las gestoras internacionales para comenzar a ofrecer sus productos también en el ámbito minorista, sobre todo en los segmentos de banca privada, donde eran ofrecidos a los clientes como un complemento a los fondos gestionados por la propia entidad financiera.

Desde entonces, y de forma más intensa en los últimos cinco años, el volumen en fondos internacionales ha ido ganando protagonismo, hasta el punto que, con datos a marzo de 2017, el patrimonio de estos fondos representa ya el 35% del patrimonio total de fondos de inversión en España, con 120.000 millones de euros bajo gestión.

Cabe destacar que el perfil de la industria y de las gestoras de fondos a nivel internacional se diferencia del de la industria nacional tanto por el volumen del patrimonio gestionado como por la oferta de producto. Una de las razones fundamentales de esta dispar evolución hay que encontrarla en la experiencia acumulada por estas gestoras, tanto a nivel de gestión como de distribución internacional.

Mucho se ha opinado sobre las ventajas competitivas de los fondos internacionales frente a los fondos españoles y parte del debate radica sobre si el crecimiento del volumen de las gestoras internacionales en España se ha debido a una mayor calidad en la gestión de los productos o a una mejor estrategia de comercialización, sustentada en los mayores recursos económicos de estas gestoras para desarrollar grandes campañas de marketing. Puede que la mezcla de ambas facetas, amplia

5. Artículo 14.3 del RD 83/2015: "Cuando una IIC esté gestionada por un gestor relevante de forma que esta circunstancia sea uno de los elementos distintivos de la IIC y esté previsto en el folleto y en el documento con los datos fundamentales para el inversor, el cambio del gestor relevante será considerado como un cambio sustancial de la política de inversión, requiriendo su publicación como hecho relevante y dando, en el caso de los fondos de inversión, derecho de separación".

gama de producto en número y volumen y experiencia en distribución internacional, ha favorecido que la presencia de fondos internacionales en España haya tenido un rápido aumento, pero no debemos olvidar que estas gestoras han llegado a gestionar grandes volúmenes y presupuestos de marketing a nivel mundial en base a una sola premisa, la calidad en la gestión.

Sí podemos afirmar que existe un hecho diferencial entre la gestión española y la internacional, la independencia. En España, la industria de la gestión de activos se ha desarrollado dentro del ámbito bancario, siendo las principales gestoras nacionales por volumen y oferta de fondos, entidades pertenecientes a entidades financieras. Este hecho ha motivado que nuestra industria de fondos haya estado muy vinculada a la estrategia comercial de las entidades financieras y no tanto al desarrollo de la oferta de producto. Esta característica no se da en el ámbito internacional, en el que gran parte de las mayores gestoras internacionales no pertenecen a grupos financieros.

Los Exchange Traded Funds (ETF)

Los Exchange Traded Funds (ETFs) o fondos cotizados no pueden considerarse una innovación reciente ya que nacieron en 1990 (con TIP35, un ETF cotizado en la bolsa canadiense) y desde 1993 se negocia el más importante, SPIDER, que replica el índice estadounidense S&P 500. Pero lo que sí se debe resaltar es su importante crecimiento en los últimos años.

Un ETF es una IIC con dos características diferenciales respecto a un fondo o a una sociedad de inversión. Los ETF cotizan en bolsa, lo que permite una operativa intradiaria a un precio de compra y venta (bid y ask). Esta es una ventaja respecto al fondo ya que en éste, cuando se da una orden de compra y venta se desconoce al precio al que se comprará o venderá, dado que la operación puede tardar entre dos y tres días en ejecutarse. Es decir, el ETF permite la operativa a corto plazo (en el mismo día se puede comprar y vender), lo que no es posible en el fondo de inversión. Además, otro punto a su favor, es la posibilidad de contratarlos desde cualquier entidad financiera que acceda a los mercados de valores, tal y como sucede con las acciones.

Una segunda particularidad es que replican los índices que sirven de referencia, por lo que son el paradigma de la *gestión pasiva*. El hecho de que repliquen índices implica que soportan unas comisiones de gestión más bajas que los fondos de inversión, lo que sin duda es una de las claves de su crecimiento en los últimos años. Además, los ETF pueden replicar índices de todo tipo de activos, tanto de renta fija, renta variable, materias primas, etc.

La evolución patrimonial de los ETF en España desde su lanzamiento en 2006 ha podido tener que ver, además de con las ventajas descritas en los párrafos anteriores, con el siempre

de actualidad debate entre gestión activa y pasiva. No cabe duda de que hemos vivido un entorno muy complejo en los mercados financieros en los últimos años, en los que la crisis financiera ha desencadenado períodos de movimientos muy bruscos de las cotizaciones tanto al alza como a la baja. Quizás este difícil entorno para los gestores de activos financieros cotizados ha fomentado que en los últimos años hayan visto la luz numerosos estudios con el objetivo de medir si la gestión activa aporta realmente valor frente a la gestión pasiva. Cabe destacar que esta reflexión, hasta hace poco tiempo apenas tenida en cuenta por el inversor español, no es nueva en el ámbito internacional. De hecho, la industria en EEUU siempre ha sido muy intensa en la comercialización de este tipo de vehículos, hasta tal punto que estos fondos concentran un importante patrimonio. Sus gestoras son las entidades con mayor volumen de activos gestionados, no solo en EEUU sino también a nivel mundial.

En España, el crecimiento del patrimonio en ETF ha tenido un fuerte desarrollo en clientes institucionales, fundamentalmente ligados a la industria de fondos de fondos (entre los que se encuentran muchos de los perfilados vistos en el apartado anterior), ya que muchas de las gestoras han acudido a los ETF como vehículo idóneo para canalizar sus inversiones en determinados mercados o activos, buscando una operativa ágil y unos costes reducidos.

Podríamos afirmar que uno de los principales motivos por los que los gestores institucionales invierten a través del vehículo ETF es sin duda su nivel de comisiones. Lo fondos que invierten en otras IIC no pueden superar unos gastos máximos establecidos por la normativa, con el objetivo de que los gastos de los fondos subyacentes no incrementen en exceso las comisiones que presenta de por sí el fondo inversor.

Todos estos factores han fomentado la evolución del volumen de ETF en España, cuya presencia ha crecido de manera muy relevante en los últimos años. Según los datos de Inverco, tan solo en el año 2015, el patrimonio en ETF distribuido es España pasó de 8.000 millones de euros a más de 13.000 millones de euros. Este dato corrobora las cifras de crecimiento que los ETF representan a nivel europeo, mostrando una imparable evolución en los últimos diez años.

Mención especial hay que hacer al desarrollo de estos productos entre el cliente particular. Los datos de las distintas gestoras reflejan que los ETF han sido muy poco utilizados por el inversor particular español, a diferencia del europeo donde la presencia de estos productos entre los minoristas llega a casi el 40%, llevando a algunas gestoras españolas a eliminar su oferta de ETF o a reducir su número. Este hecho ha podido ser causado por la diferente fiscalidad que tienen frente a los fondos de inversión,

no contando con la figura del traspaso y, por lo tanto, no gozando del diferimiento en la tributación en cada cambio de IIC. Esta circunstancia, sumada a la falta de comercialización activa por parte de las redes de las entidades financieras (son productos de bajo margen para éstas), ha propiciado que apenas hayan tenido desarrollo, hasta ahora, en el ámbito minorista en España.

Consideramos que los ETF son una muestra más de adaptación de las IIC a las demandas de los inversores. Sus ventajas (coste, liquidez, réplica casi perfecta, etc.) y el desarrollo de ETF de estrategia (apalancados, inversos e inversos apalancados), permiten anticipar un desarrollo adicional de este instrumento de inversión colectiva en los próximos años.

Planes y fondos de pensiones: más estabilidad del patrimonio durante la crisis, pero menor capacidad de crecimiento

Cuando hablamos de productos de inversión también se deben incorporar aquellos especialmente diseñados para dar cumplimiento a las necesidades de ahorro a más largo plazo: los fondos de pensiones. Son estos productos los que, por sus características, deberían representar más fielmente el significado de producto de inversión a largo plazo.

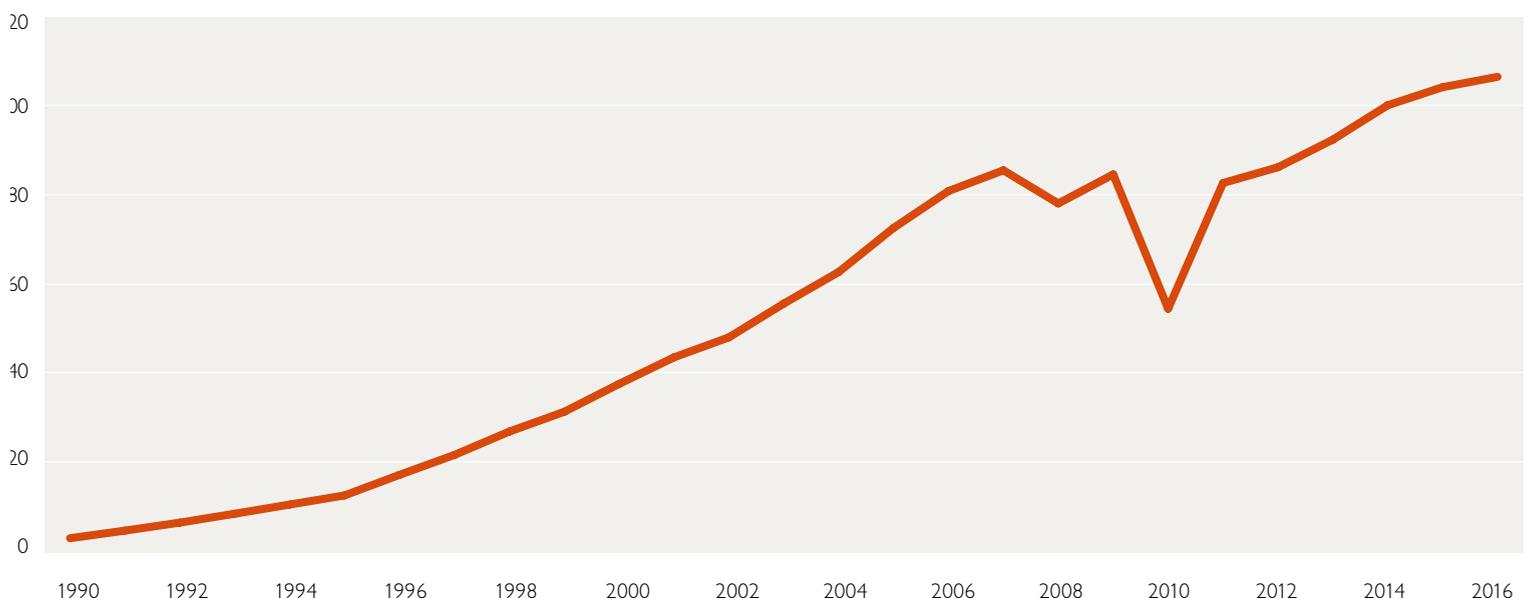
Esto se cumple a la perfección en los países de nuestro entorno, siendo los fondos de pensiones el principal producto utilizado por las familias europeas para canalizar sus inversiones a futuro, muy por encima de los depósitos, fondos de inversión o inversiones en directo (acciones o renta fija).

Pero no es este todavía el patrón en el caso de España, donde este producto supone el 15% del patrimonio total en activos financieros. Este hecho puede estar condicionado por la mentalidad cortoplacista del inversor español, además de por la inseguridad jurídica que afecta a la inversión en planes de pensiones, después de las sucesivas modificaciones en cuanto a su regulación acontecidas en España en los últimos años.

Puede que hasta el estallido de la crisis financiera, una argumentación válida para explicar la poca presencia patrimonial de los fondos de pensiones fuera la tendencia del inversor español a utilizar la inversión en inmobiliario como canalizador principal del ahorro de cara a la jubilación. Tradicionalmente, cuando una familia española pensaba en la jubilación, el instrumento utilizado en gran parte de las ocasiones no era ningún activo financiero, sino los activos inmobiliarios.

Pues bien, esta percepción ha cambiado tras la grave crisis inmobiliaria sufrida por España, modificando de manera sustancial la percepción de rentabilidad-riesgo de la vivienda, constatándose además un riesgo adicional: el de liquidez en momentos de crisis.

Gráfico 7. Evolución del patrimonio de fondos de pensiones



Unidad: miles de millones de euros

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Inverco

Este hecho debería haber fomentado la inversión en planes de pensiones, como sustituto de primer recurso a la inversión inmobiliaria. Precisamente para fomentar este hecho y dotar de mayor flexibilidad a los fondos de pensiones, en los últimos años se han desarrollado numerosas novedades legislativas que han aumentado de forma significativa los supuestos especiales de liquidez por los que se puede rescatar los derechos consolidados.

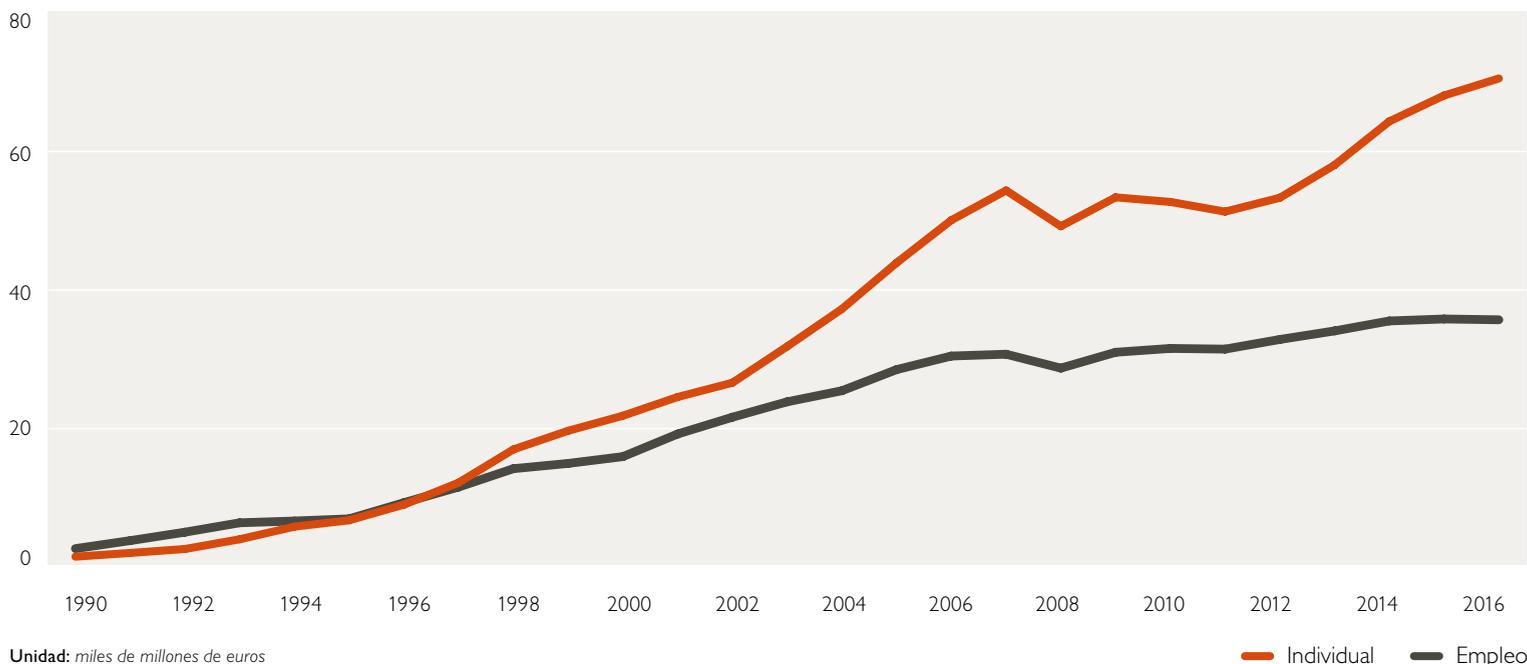
Pues bien, ni la caída en desgracia de la inversión inmobiliaria, ni los esfuerzos encaminados a dotar de mayor flexibilidad y liquidez a los fondos de pensiones, han logrado dar un impulso al sector de las pensiones en España. Como se puede observar en el gráfico 7, la industria de pensiones se encuentra en *letargo* prácticamente en los últimos diez años, con un crecimiento anualizado de apenas el 3%.

Cuadro 3. Cuota de patrimonio gestionado en fondos de pensiones en España

Grupo	Cuota	Grupo	Cuota
CAIXABANK AM	23,4%	MUTUA MADRILEÑA	0,3%
BBVA AM	20,1%	BANCO CAMINOS	0,3%
SANTANDER AM	9,0%	CNP PARTNERS	0,2%
BANKIA FONDOS	6,4%	MEDIOLANUM	0,2%
IBERCAJA GESTION	5,8%	LABORAL KUTXA	0,2%
MAPFRE AM	4,8%	CAJA INGENIEROS	0,19%
ALLIANZ POPULAR	4,5%	INVERSEGUROS	0,2%
FONDITEL	3,5%	SEGUROS CORTE INGLÉS	0,1%
SABADELL AM	3,3%	CAJA ARQUITECTOS	0,1%
RENTA 4 GESTORA	2,8%	ABANTE	0,1%
AVIVA GESTION	2,78%	PSN	0,1%
CASER	1,7%	GRUPO NOVO BANCO	0,1%
CAJA RURAL	1,4%	AGRUPACIÓN AM	0,1%
ABANCA VIDA Y PENSIONES	1,3%	GVC GAESCO	0,1%
DEUTSCHE / ZURICH	1,1%	BP OIL ESPAÑA	0,04%
KUTXABANK GESTION	1,1%	MUT. ING. IND. CATALUÑA	0,04%
BESTINVER	0,9%	LORETO MUTUA	0,03%
CAJAMAR VIDA	0,8%	MERCHBANC	0,03%
NATIONAL NEDERLANDEN	0,7%	BANCA PUEYO	0,03%
AXA PENSIONES	0,7%	FIATC SEGUROS	0,02%
LIBERBANK	0,7%	MUTUAL CLERO ESPAÑOL	0,01%
GRUPO MARCH	0,4%	HNA	0,01%
GENERALI	0,4%	SURNE	0,01%
CATALANA OCCIDENTE	0,4%	CRED. ANDORRA	0,01%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Inverco. Datos a 31 de mayo de 2017

Gráfico 8. Evolución del patrimonio en fondos de pensiones: sistema individual frente a sistema de empleo



Unidad: miles de millones de euros

Individual Empleo

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Inverco

Un dato preocupante este, si aludimos a la salud cada vez más frágil de nuestro actual sistema de pensiones públicas y a la menguante tasa de sustitución (porcentaje de pensión pública que cobraremos sobre nuestro salario a la edad de jubilación) con la que nos encontraremos los pensionistas del futuro.

En este caso tiene sentido profundizar un poco más en el análisis y distinguir entre el sistema de empleo y el sistema individual. Y es que, sin que el crecimiento de este último sea elevado (3,5% anualizado en la última década), sí que es más intenso que en el de empleo, donde apenas alcanza el 1,6%. Está claro que queda mucho camino por recorrer en la promoción de los fondos de pensiones.

Por último, señalar que la elevada concentración del patrimonio gestionado en las entidades líderes en fondos de inversión es todavía más notable en fondos de pensiones. En el Cuadro 3 se constata que el patrimonio de las 3 principales gestoras supone el 52% de cuota (48% en fondos). Los grupos independientes representan un 8% del total del patrimonio, coincidiendo en este dato en gran medida con lo que se observa en los fondos, si bien, con muchas menos entidades. Así, las gestoras independientes que han surgido en fondos de inversión, de momento no han lanzado fondo de pensiones.

Todo parece indicar que el inversor ha otorgado su confianza en lo que a ahorro a largo plazo se refiere a otros vehículos

como los fondos de inversión, en claro crecimiento en los últimos años. Sin duda, y por su especial relevancia, este singular comportamiento de la industria de pensiones merecería de otro ejercicio de estudio en profundidad, tal y como se está haciendo en este documento respecto de los fondos de inversión.

Conclusiones

La inversión colectiva, tanto vía fondos de inversión como sociedades de inversión, es uno de los ejemplos más claros de la transformación de la economía y del sistema financiero español. Una transformación que, con claros altibajos, ha permitido un acercamiento hacia los niveles de desintermediación del ahorro que se observan en otros países desarrollados, especialmente EEUU. El proceso, por tanto, solo está iniciado y debería intensificarse a lo largo de los próximos años. El porcentaje que en el ahorro de las familias suponen los depósitos debería ceder en favor de las instituciones de inversión colectiva, en especial, de aquellas gestionadas por entidades independientes. La industria de la gestión de activos en España crecerá y, con ello, favorecerá una mayor intermediación del ahorro a través de los mercados de capitales. El proceso no será lineal, sino que estará condicionado

por situaciones de crisis (como así ha sido en estas tres décadas) y para avanzar serán necesarios procesos de innovación de la oferta, un aumento de la cultura financiera del ahorrador y, por último, un marco normativo y fiscal relativamente estable.

Menos se ha avanzado en el desarrollo de los fondos de pensiones. La elevada tasa de sustitución de la pensión pública o el recurso a otros activos para el ahorro a largo plazo (inmuebles) pueden ser las dos principales claves diferenciales que explican el reducido porcentaje que representan sobre el total del patrimonio, en claro contraste con lo que se observa en otras economías desarrolladas. El crecimiento es aún más reducido en el sistema de empleo, lo que constata la necesidad de concienciar a los distintos agentes sobre la conveniencia del ahorro a largo plazo.

Bibliografía

Analistas Financieros Internacionales (2010): *El impacto de la crisis económica y financiera en la inversión colectiva y en el ahorro-previsión*, Fundación Inverco.

Analistas Financieros Internacionales (2014): *El ahorrador inteligente*, Espasa, enero.

Cano Martínez, D. (2009): “Restricciones temporales en el uso de ETF de estrategia”. *Análisis Financiero Internacional*, Nº. 138, 4º trimestre, pp. 47-54.

Cano Martínez, D.; Valero, FJ. (2009): “La inversión colectiva y la crisis financiera”. *Un Balance*, Nº. 123, Colegio de Economistas de Madrid.

Cano Martínez, D. (2010): “SICAV: la otra IIC”. *Análisis Financiero Internacional*, Nº. 140, 2º trimestre, pp. 7-15.

Cano Martínez, D. (2008): “Principales rasgos de la crisis de los fondos de inversión en España en 2008: ¿qué se puede esperar para 2009?”. *Análisis Financiero Internacional*, Nº. 134, 4º trimestre, pp. 47-62.

www.inverco.es





La transformación
en los medios
de pago: del efectivo
al *bitcoin*

Verónica López Sabater



El mundo de los medios de pago tanto mayoristas como minoristas ha sido y sigue siendo referente en innovación tecnológica en el conjunto del sector financiero. Las tres décadas que recoge esta publicación son un claro reflejo de los cambios a los que se ha visto sometida la forma en que pagamos en España. Han estado motivados por la señalada innovación que han protagonizado los proveedores de los servicios de pago, el crecimiento inusitado en el número y diversidad de proveedores, y el impulso regulatorio que desde instancias europeas promueve la apertura a la competencia y la protección al cliente. Las mayores exigencias de movilidad, inmediatez y ubicuidad de los consumidores son también motivación esencial de esta transformación. No obstante, la gradual sustitución del uso del efectivo por medios de pago electrónicos alternativos sigue siendo una asignatura pendiente en España.

Pagar es un gesto que todos y todas realizamos de forma cotidiana. Para su realización existen hoy multitud de soluciones a nuestra disposición, muchas de ellas inexistentes en 1987, fecha del nacimiento de Afi que rememora este libro. No en vano, el negocio de los medios de pago es, ha sido y con toda probabilidad seguirá siendo, la vertical de los servicios financieros con mayor intensidad innovadora, en una industria –la financiera– innovadora por naturaleza¹. A pesar de ello, en España seguimos realizando un uso muy intenso del efectivo para efectuar pagos cotidianos, más aun teniendo en cuenta el elevado nivel de bancarización, el equipamiento prácticamente universal de la población con medios de pago electrónico y una extensa red de terminales de punto de venta (TPV).

Culminar con éxito cualquier transacción económica pasa porque la población disponga, y los proveedores de bienes y servicios acepten, medios de pago generalmente aceptados, universales, confiables y exentos de fricciones en su uso, para lo cual es imprescindible contar con sistemas de pago. El Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI) los define como “el conjunto de instrumentos, procedimientos y reglas para la transferencia de fondos entre los participantes en el mismo”.

La inserción de España en la Zona Única de Pagos en Euros (en adelante SEPA², por sus siglas en inglés) ha intensificado tanto la presión regulatoria como innovadora en el ámbito de los pagos, abriendo el mercado a nuevos agentes e intensificando asimismo la competencia, especialmente tras la aprobación a finales de 2015 de la renovada Directiva de Servicios de Pago (en adelante, PSD2), que habrá de estar traspuesta a nuestro ordenamiento jurídico en enero de 2018.

Los pagos electrónicos (hoy digitales) representan uno de los principales vectores de crecimiento del sistema financiero del siglo XXI, oportunidad ligada a una nueva concepción y posibilidades de gestión de la información y de los datos sobre los que los bancos ya no tienen *propiedad exclusiva*. Tal como recogíamos en la última edición del Informe Afi-TECNO-COM sobre tendencias en medios de pago correspondiente a 2016³, informe de referencia en la industria en España y América Latina, los retos y oportunidades que ofrece el nuevo contexto regulatorio, las nuevas capacidades derivadas del intenso proceso innovador del sector, y las preferencias y necesidades de los usuarios en la era digital –inmediatez,

ubicuidad, omnicanalidad e interoperabilidad– junto con las necesarias garantías de seguridad y protección de la privacidad de los datos que se verán fortalecidas a partir de mayo de 2018⁴, han atraído a numerosos nuevos agentes a este negocio: ecosistema Fintech, grandes operadores del retail, gigantes tecnológicos y plataformas digitales, fabricantes de dispositivos, operadores de telefonía, etc. hasta fecha reciente ajenos a este negocio.

La economía digital, el comercio electrónico, la previsible masificación de la Internet de las Cosas y la consecuente generación de multitud de micropagos automáticos e incluso autónomos, así como la lucha global contra el uso tan intenso del efectivo, se constituyen también en impulsores de innovación en materia de pagos minoristas.

Y para terminar con el detalle de innovaciones, apuntar que *blockchain* se ha convertido en los últimos meses en una tecnología muy prometedora para, en materia de pagos, resolver las ineficiencias hoy existentes en materia de costes y tiempo incurrido en la liquidación y compensación, especialmente en las transferencias internacional de fondos.

Evolución de los sistemas y medios de pago: 1987-2017

Sistemas de pago

La cámara de compensación y liquidación de pagos y transferencias de fondos de bajo valor de las entidades miembro españolas, denominada Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE) fue creada en 1987, siendo el BdE responsable de su gestión, administración y elaboración de sus normas de funcionamiento. La reforma de la Ley 41/1999, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores (también conocida como Ley de Firmeza) de 2004 trasladó la gestión del SNCE a la Sociedad Española de Sistemas de Pago, S.A. (Iberpay). El reconocimiento de un sistema de pago así como su supervisión y vigilancia sigue siendo no obstante potestad del Banco de España. Así, junto al SNCE, el sistema español de pagos interbancarios está hoy conformado también por el Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE), sistema de grandes pagos en euros con liquidación bruta en tiempo real (LBTR), componente español del TARGET2 a su vez gestionado por el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

La reforma de los sistemas de pago en España de 2004 trajo consigo (i) el cierre del Servicio Español de Pagos Interbancarios

1. Ontiveros, E. (Coord.) (2011): *Las TIC y el sector financiero del futuro*. Fundación Telefónica.

2. Comprende 34 países europeos: los Estados miembros de la UE, los Estados miembros de la Asociación Europea de Libre Comercio (Islandia, Liechtenstein, Noruega y Suiza), Andorra, Mónaco y San Marino.

3. Afi y Tecnom (2016): *Informe Tecnom sobre tendencias en medios de pago 2016*.

4. Momento en que entrará en vigor el Reglamento Europeo de Protección de Datos (GDPR).

(SEPI)⁵; (ii) la reducción del riesgo de liquidación del sistema de pagos español con la liquidación en el SLBE de transferencias y cheques por valor superior a 50.000 euros así como las liquidaciones de saldos resultantes por operaciones con tarjetas bancarias de pago que antes se tramitaban en el SNCE; y (iii) una mejora de la eficiencia en el tratamiento de las transferencias mediante la definición de un nuevo código de cuenta (IBAN). Las distintas cámaras de compensación y liquidación de pagos europeas iniciaron en 2008 un proceso de adaptación a los estándares SEPA.

La Ley 16/2009 de servicios de pago incorporó a nuestro ordenamiento la Directiva 2007/64/CE sobre servicios de pago en el mercado interior (PSD), con los objetivos de (i) estimular la competencia entre los mercados nacionales y asegurar igualdad de oportunidades, permitiendo la creación de nuevas entidades de pago (EP) que puedan representar una ampliación de los proveedores servicios de pago (PSP); (ii) aumentar la transparencia en el mercado y (iii) establecer un sistema común de derechos y obligaciones para proveedores y usuarios en relación con la prestación y utilización de los servicios de pago.

Debido a la irrupción de nuevos proveedores de servicios de pago no contemplados en la PSD, especializados en el ámbito digital (*e commerce*), ha requerido su revisión y actualización, siendo sustituida a finales de 2015 por la PSD2, que habrá de estar traspuesta el 1 de enero de 2018.

Medios de pago electrónico

Haciendo un repaso por los medios de pago electrónico o digital disponibles en España, podemos distinguir entre métodos hoy ya tradicionales, y nuevos métodos de pago.

Entre los tradicionales se encuentran las transferencias, los débitos y créditos directos (adeudos domiciliados) y los pagos con tarjeta.

Las transferencias de fondos (entre distintas entidades bancarias) y los traspasos (entre cuentas de la misma entidad) operan bajo un mecanismo *push*, en el que el cliente es quien ordena / inicia el pago y el beneficiario recibe el importe. Los adeudos o domiciliaciones bancarias, muy populares en España como veremos más adelante, operan bajo un mecanismo *pull*, en el que una vez otorgado el mandato o consentimiento expreso por parte del cliente, es el comerciante el que inicia el pago, realizándose las comunicaciones entre entidades bancarias sin intervención de redes de tarjetas.

En relación a los pagos con tarjeta, en este ejercicio de retrospectiva y mirada al futuro, cabe recordar que la primera de crédito emitida en España fue a cargo del Banco de Bilbao,

en 1971, bajo la marca BankAmericard (denominación original de lo que hoy es Visa). En 1974, Banco Central, Hispano Americano, Español de Crédito y Santander fundaron 4B, la primera de las tres redes de tarjetas en España. En 1975 llegaría Red 6000 (actualmente Euro 6000) fundada por las cajas de ahorro y en 1979 el mapa de redes quedó completado con la creación de Visa España (hoy Servired). Estas tres redes han permanecido inalteradas hasta que en 2016 sus asociados decidieron fusionarse en una única sociedad.

Estas primeras tarjetas no disponían siquiera de banda magnética. La aceptación era muy reducida en esos primeros años y no fue hasta los años 80 que aparecieron los primeros datáfonos que leían las bandas magnéticas y enviaban la información al banco de manera telemática. Hoy las tarjetas incorporan un chip bajo estándares EMVCo⁶ y la facilidad de pago sin contacto con tecnología *Near Field Contact* (NFC).

Los precios de las transacciones de pago con tarjeta vienen determinados por la tasa de intercambio, comisión pagada entre los bancos por la aceptación de transacciones con tarjeta (del banco adquirente al banco emisor de la tarjeta de pago), definidos por las franquicias o marcas de tarjetas. Con el objetivo de reducir las tasas de descuento y animar a los comerciantes a incorporar la aceptación del pago con tarjeta, la que paga el comerciante al banco adquirente por dicho servicio de adquisición –las de intercambio fueron limitadas regulatoriamente en 2012 a través del Reglamento UE 2015/751 sobre las tasas de intercambio aplicadas a las operaciones de pago con tarjeta– con el objetivo de que esta reducción fuera trasladada a las tasas de descuento⁷.

Como evolución de estos tres medios que denominamos tradiciones, se han desarrollado en los últimos años nuevos métodos de pago. Entre las nuevas soluciones destacan los servicios de pago inmediatos de cuenta a cuenta –basados en el esquema de Transferencias Inmediatas SCT (SEPA)⁸. En su vertiente de pago móvil entre particulares (P2P) el primer servicio con estas características en España es

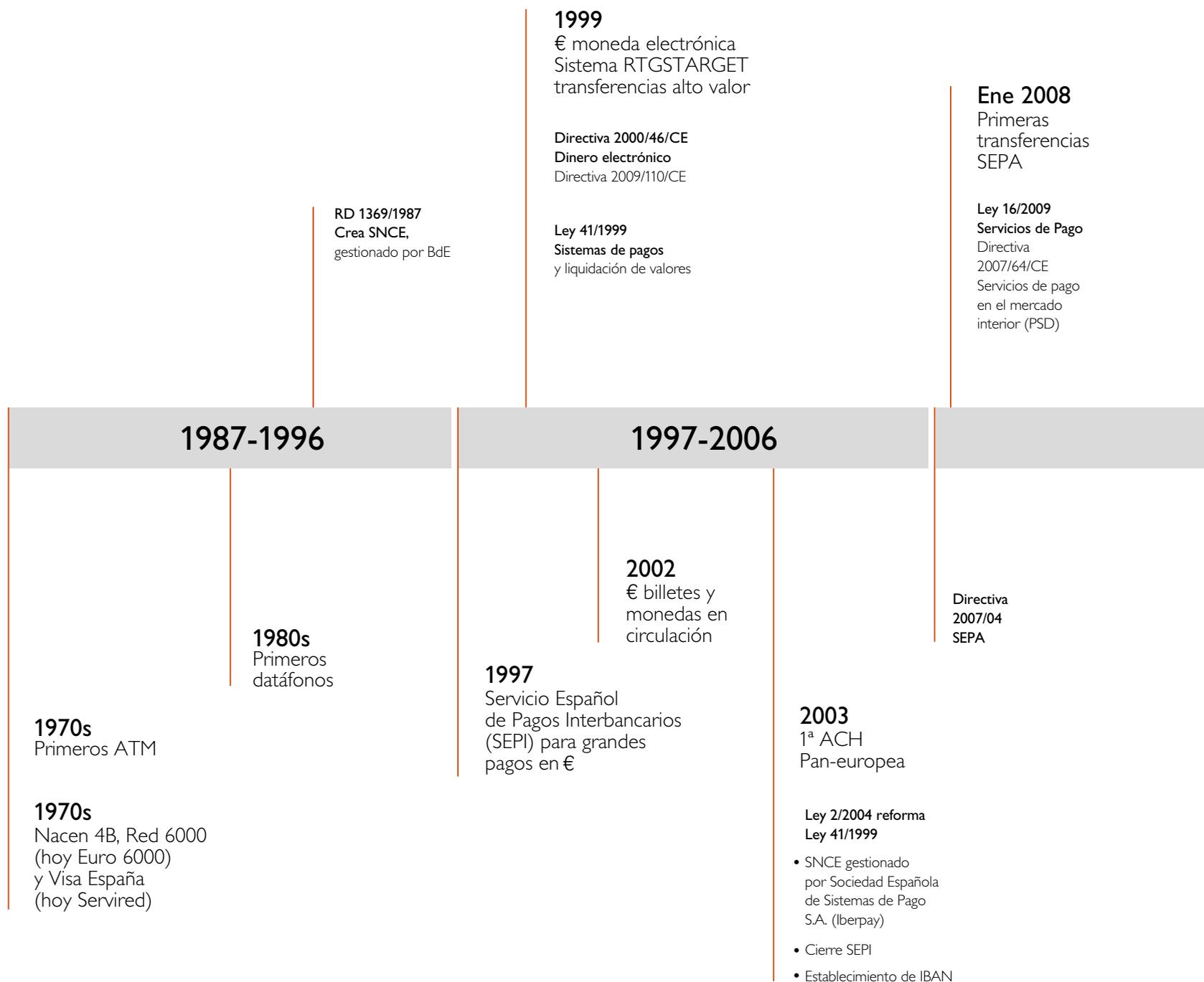
5. Sistema de compensación multilateral para grandes pagos en euros, tanto nacionales como transfronterizos, creado en 1997, propiedad de sus participantes.

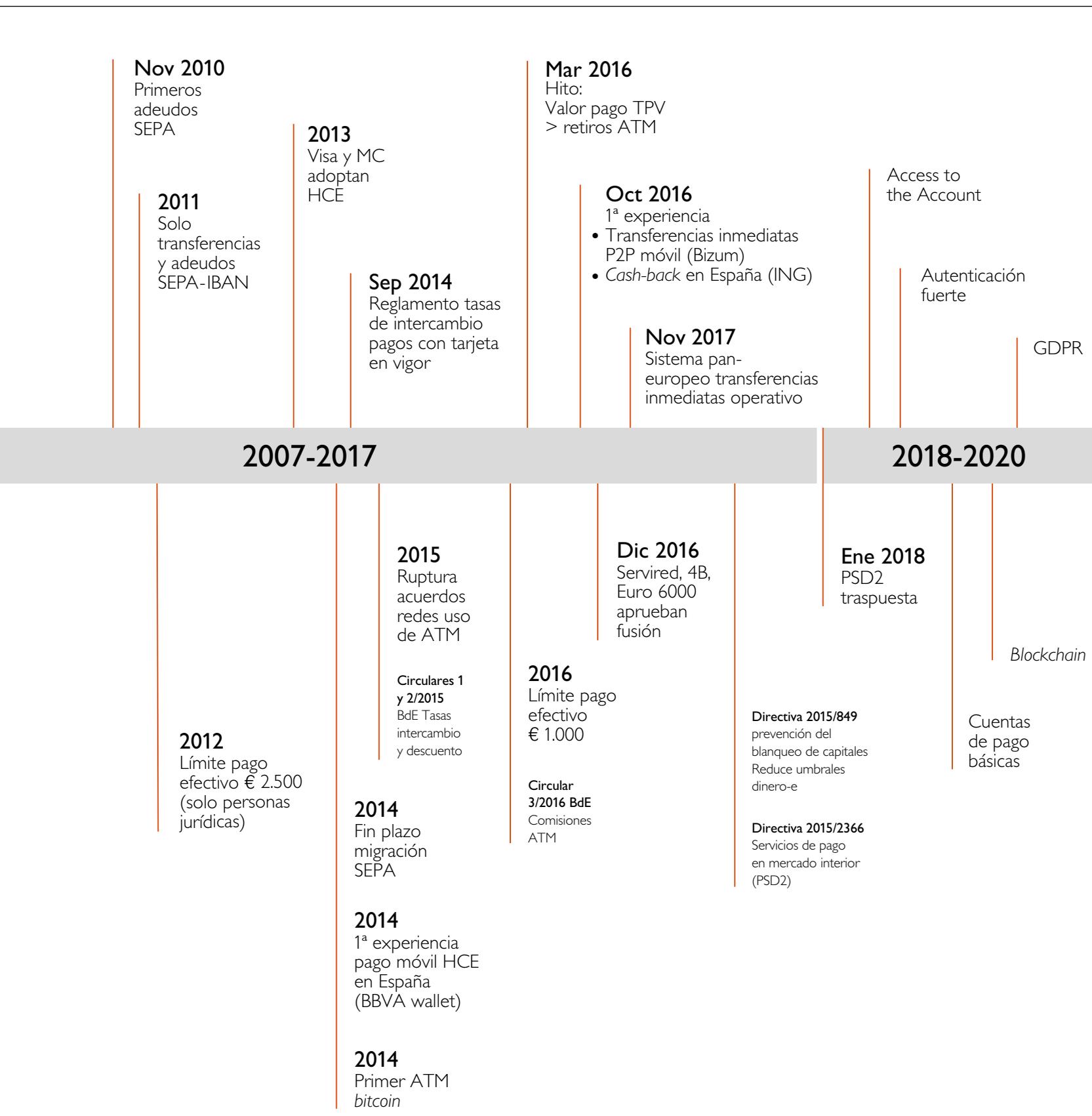
6. EMVCo fue creado en 1999 por American Express, Discover, JCB, MasterCard, UnionPay y Visa para la creación de especificaciones de seguridad de tarjetas con chip, pago sin contacto, tokenización, etc.

7. El Reglamento entró en vigor el 8 de junio de 2015, si bien el Gobierno español anticipó la aplicación de los límites al 1 de septiembre del 2014 mediante el Real Decreto Ley 8/2014, de 4 de julio, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia, y tras su convalidación, mediante la Ley 18/2014, de 15 de octubre.

8. El Consejo de Pagos Minoristas en Euros (Euro Retail Payments Board-ERPB) define los pagos inmediatos como "soluciones electrónicas de pago con disponibilidad total 24/7/365 y que permiten la compensación interbancaria inmediata o casi inmediata, garantizando que la transacción (inicialmente por importes de hasta EUR 15.000) y el abono en la cuenta del beneficiario, incluyendo la confirmación al pagador, se produce segundos después de la iniciación del pago". Las instituciones europeas, a través del ERPB, invitaron al EPC a crear una solución pan-europea de pagos inmediatos, abierta a cualquier Proveedor de Servicios de Pago (PSP) autorizado en la UE, sustentada en el esquema de Transferencias de Crédito Instantáneas SEPA (SCT Inst) para facilitar su implementación, y que habrá de estar operativa el próximo 21 de noviembre de 2017.

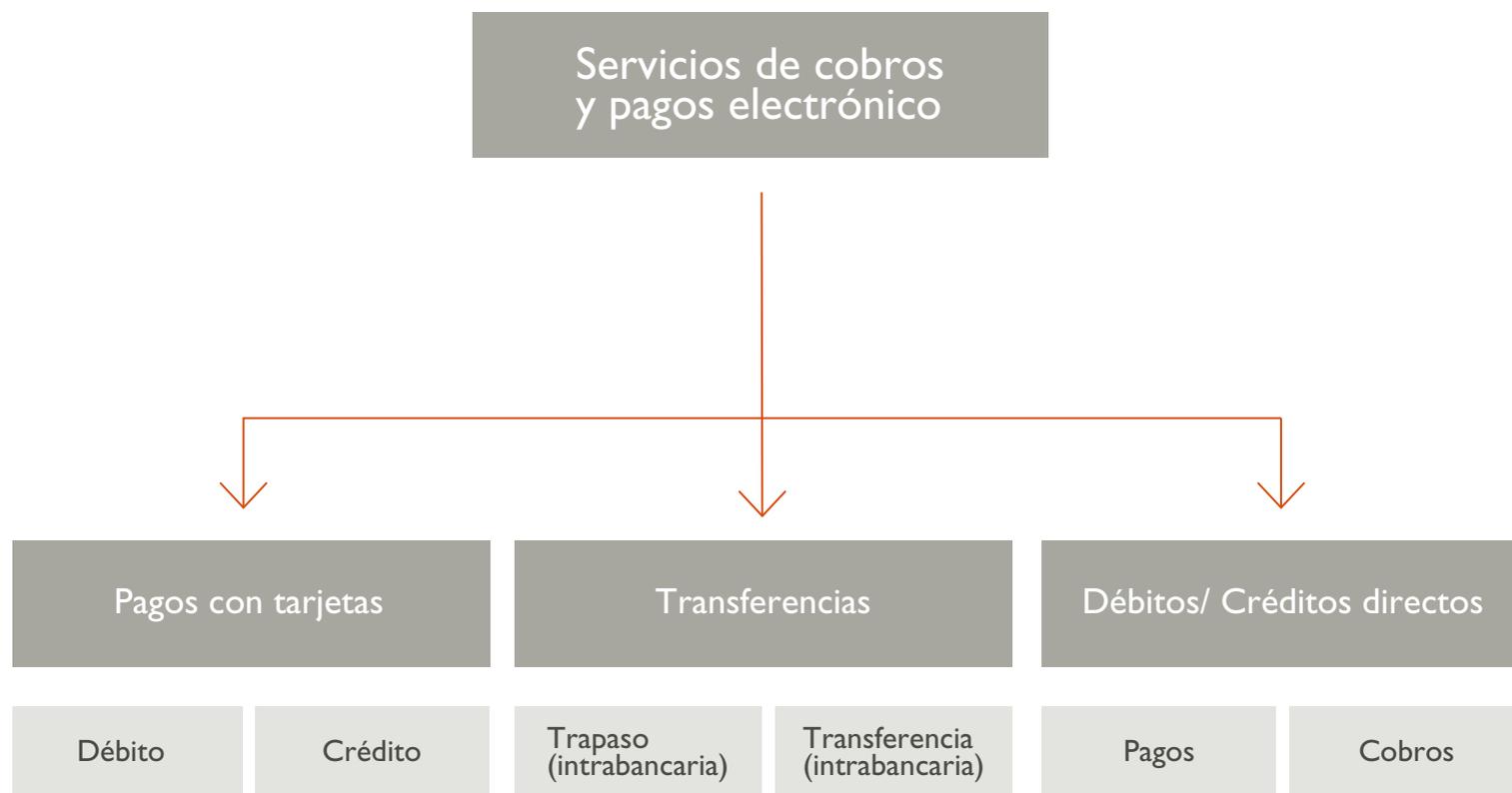
Gráfico 1. Línea temporal. Novedades en medios de pago de bajo valor, 1987-2017





Fuente: elaboración propia

Gráfico 2: Servicios de cobros y pagos electrónicos minoristas



Fuente: elaboración propia

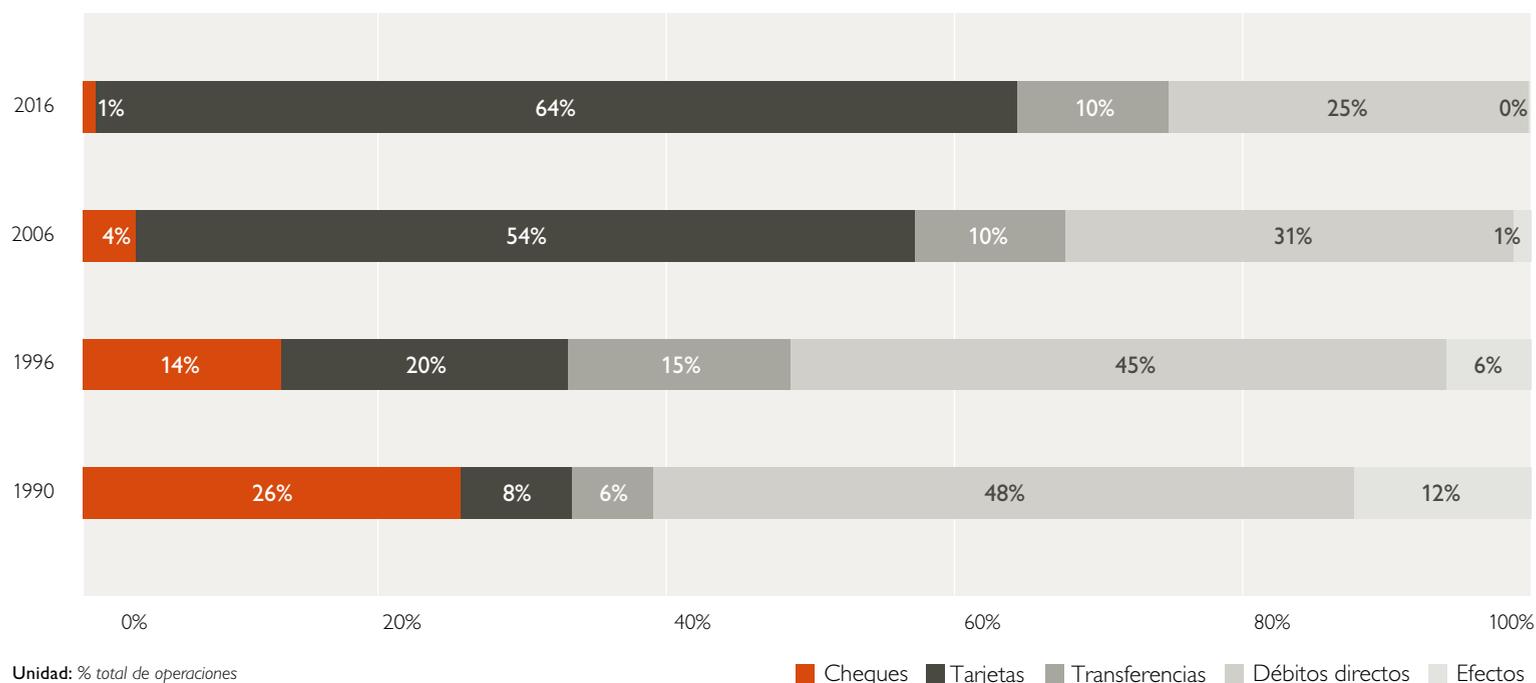
Bizum, operado por la Sociedad de Pagos Digitales S.L. integrada por 27 entidades bancarias españolas. También son novedad desde finales de 2015 y con mayor intensidad en 2016, las múltiples billeteras digitales para pago móvil HCE (*Host Card Emulation*-Emulación de la Tarjeta Host) que la práctica totalidad de entidades emisoras españolas han puesto a disposición de sus clientes a través de sus *app* de banca móvil.

Hasta la inminente entrada en vigor de la PSD2, el pago *online* se viene resolviendo fundamentalmente mediante pagos *online* con tarjeta, ya sea de forma directa, o almacenadas en *e-wallets* como *Paypal*, al margen de los pagos realizados contra reembolso. La PSD2 regula precisamente la existencia de soluciones alternativas que han operado para la iniciación de pagos sin estar sujetos a la regulación de la vigente

PSD, algunos de ellos con fuerte arraigo local en países como Alemania (SOFORT), Suecia y Países Nórdicos (Trustly) e IDEAL en Holanda.

La Directiva 2000/46/CE sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico, su ejercicio y supervisión cautelar, emitida tras la aparición en el mercado comunitario de los primeros instrumentos de prepago electrónicos, reconoce esta nueva modalidad de pago. El Banco de España la define como el “valor monetario representado por un crédito exigible a su emisor (i) almacenado en un soporte electrónico; (ii) emitido al recibir fondos de un importe cuyo valor no será inferior al valor monetario emitido; y (iii) aceptado como medio de pago por empresas distintas del emisor”, y convertible de nuevo en efectivo. Su regulación está contenida en la Ley 21/2011, de 26 de julio, de dinero

Gráfico 3. Uso de medios de pago para pequeños pagos. España, 1996, 2006, 2016



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Blue Book y Banco de España

electrónico⁹ que reformó el RD 322/2008 sobre el régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico.

En la actualidad solo existen cuatro entidades Emisoras de Dinero Electrónico (EDE) autorizadas con establecimiento en España, junto con más de un centenar autorizadas en la UE para operar también en España, como es el caso de Facebook. Las entidades de crédito pueden también emitir dinero electrónico.

El *carrier billing* o pago por operador es un método utilizado para el cobro de contenidos digitales en el ecosistema móvil a través del saldo de prepago o de la factura del operador de telefonía, quien actúa como entidad de pago y cobra una comisión al proveedor del servicio por su labor como intermediario en el pago. La PSD2 no contempla el *carrier billing* dentro de su perímetro normativo siempre y cuando el valor de cualquier transacción no supere los 50 euros y el acumulado por suscriptor los 300 euros mensuales.

El *bitcoin*, considerado medio de pago a efectos fiscales por nuestra administración pública desde marzo de 2015, fue creado en 2009 como medio digital de intercambio sin intermediarios a partir de la tecnología blockchain, si bien no se encuentra contemplado en la PSD2.

9. Trasposición de la Directiva 2009/110/CE, de 16 de septiembre de 2009, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio.

Cómo pagamos en España: 1987-2017

España se encuentra en fase de transición hacia una sociedad libre de efectivo, si bien su uso sigue estando muy extendido. Otros medios de pago sustentados en papel como el cheque o los efectos comerciales están reduciendo su presencia a un ritmo acelerado. De representar una de cada cuatro transacciones de pago de bajo valor por medios distintos al efectivo en 1990, hoy los cheques bancarios apenas representa el 1%. Por su parte, las transferencias bancarias han sido el canal que más ha crecido en los últimos treinta años en cuanto a transaccionalidad de valor (hoy concentran cerca del 60% del valor de las transacciones de pago, mientras que apenas alcanzaban el 9% en 1990). Medido por volumen de operaciones, son las tarjetas de pago las que de forma indiscutible están concentrando la transaccionalidad (64% en 2016 vs 8% en 1990).

A pesar de este importante avance en el uso de las tarjetas de pago, fue apenas en marzo de 2016 cuando en España se registró el hito histórico de que estas movilizaran más recursos en su función de medio de pago en POS que como medio de retiro de efectivo en cajeros automáticos (ATM). Si bien es un hecho muy relevante, se ha alcanzado en España muchos años después y a un ritmo mucho más tímido que otros países europeos de nuestro entorno.

El reto de la nueva Directiva europea de Servicios de Pago y los nuevos agentes en el negocio de los pagos

La piedra angular del futuro inminente de los pagos minoristas en España es la PSD2¹⁰, que habrá de ser traspuesta a nuestro ordenamiento antes de enero de 2018 y busca dinamizar y mejorar el aún fragmentado mercado europeo de pagos mediante un conjunto de medidas, entre las que destacan:

- La mejora de la protección de los consumidores frente al fraude, abusos e incidentes en los pagos mediante requerimientos de seguridad más rigurosos, como la autenticación obligatoria en pago online.
- La promoción de la competencia, presentando como elemento fundamental el mandato del *Access to the Account (XS2A)*, esto es, el otorgamiento de permiso a los PSP terceros (TPP, *Third Party Payment Service Providers*) de acceso a las cuentas de pago de los clientes de una entidad de crédito encargada de su mantenimiento –a través de API (*Application Programming Interface*)– previa autorización del titular de la cuenta. Los servicios que podrán prestar estos TPP son:
 - Servicios de comprobación de existencia de fondos.
 - Servicios de Iniciación de Pago (SIP), en los que un TPP puede iniciar pagos instruyendo a la entidad de crédito que aloja la cuenta que envíe el pago desde la cuenta del usuario, debiendo ser el pago procesado con el mismo nivel de servicio que el usuario recibiría si hubiera iniciado el pago directamente.
 - Servicios de Información de Cuenta (SIC), en los que un TPP puede acceder a la información de la cuenta del usuario, información que la entidad de crédito que aloja la cuenta debe facilitar, quedando pendiente de reglamentación el detalle específico de qué información deberá ser facilitada.

Las entidades de crédito están por tanto preparándose para permitir el acceso a cuentas a TPP –desarrolladores, *start ups* y otros agentes autorizados del ecosistema– a través de API sustentadas en estándares de *Open banking*.

Cómo pagaremos en 2030

Si los últimos 30 años hemos incorporado la domiciliación, la transferencia y el pago con tarjeta en nuestro día a día, en detrimento del cheque, los efectos comerciales y en menor medida, del efectivo –cuyo uso no para de crecer– es difícil prever cómo pagaremos en los próximos 10 años, teniendo en cuenta la velocidad a la que se están sucediendo las innovaciones, tanto regulatorias como de oferta, que amplían día a día las opciones que tenemos a disposición.

Probablemente la tarjeta de débito pierda valor en la medida en que podremos pagar en comercios directamente desde nuestra cuenta bancaria con pagos inmediatos. La tarjeta de crédito (física o virtualizada) por su funcionalidad de financiación al consumo, seguirá existiendo hasta el momento en que pueda ser sustituida por otra solución tan disruptiva como en su día lo fue el plástico y las reglas de intercambio y adquirencia que subyacen.

Y todo ello, sin haber hecho siquiera mención al presente y futuro del *e-cash* (digitalización de monedas y billetes, como ya está explorando el Banco Central de Suecia), los pagos P2P digitales sin necesidad de intermediarios que liquiden y compensen (sustentados en criptomonedas como bitcoin, ether u otras), los avances en autenticación biométrica, que con toda seguridad eliminarán las fricciones de muchos de los procesos de identificación y autenticación hoy más habituales (uso de contraseñas, códigos de verificación, etc.), el *big data* y la inteligencia artificial que contribuirán a predecir comportamientos de pago, o la Internet de las Cosas y la generación de volúmenes ingentes de pagos autónomos sin necesidad de ordenarlos de forma consciente.

Todas estas soluciones, no obstante, tendrán que ser mucho mejores –confiables, cómodas, aceptadas– que el efectivo, para garantizar su adopción y uso universal.

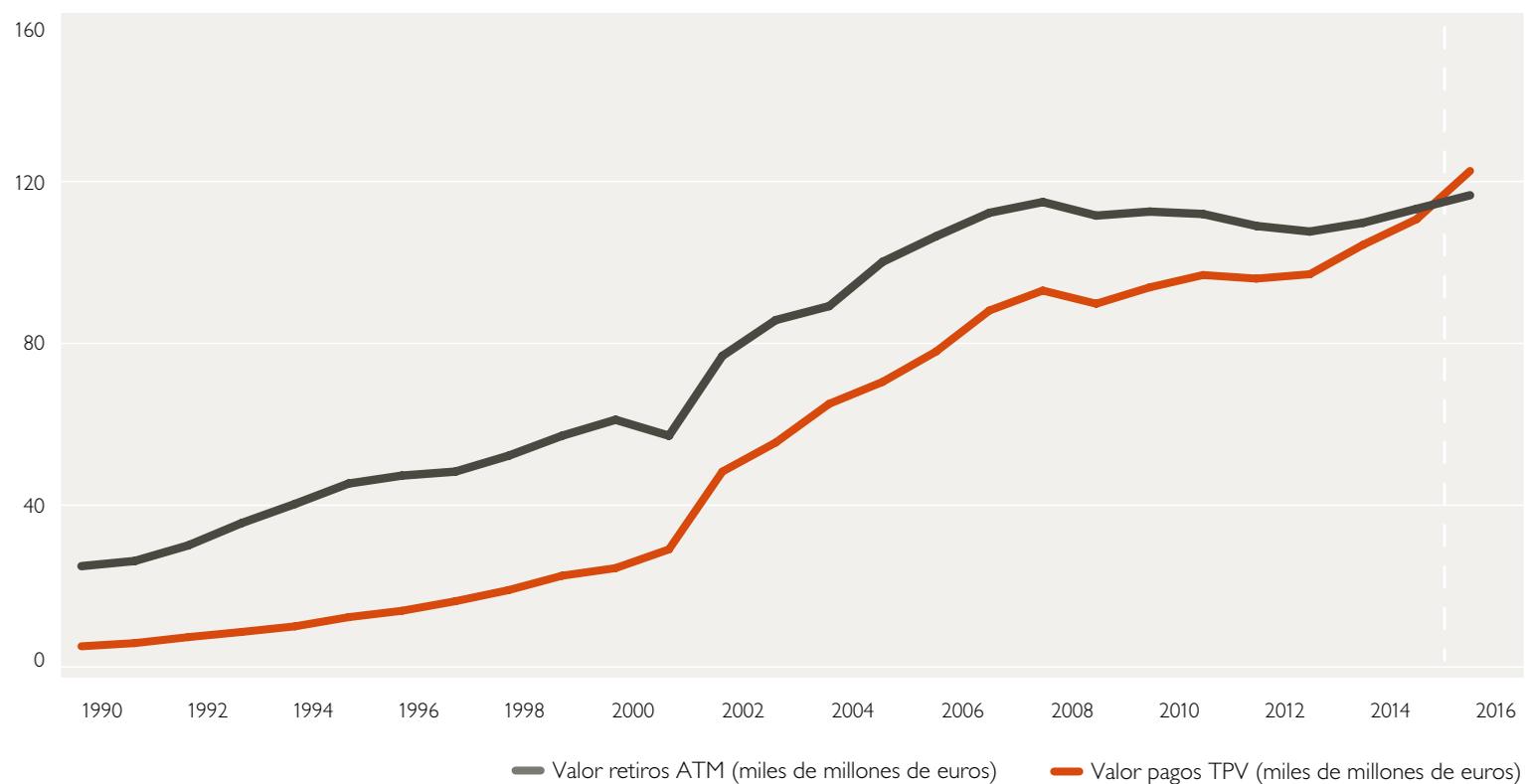
Bibliografía

Afi y TecnoCom (2016): *Informe TecnoCom sobre Tendencias en Medios de Pago 2016*.

Ontiveros, E. (Coord.) (2011): *Las TIC y el sector financiero del futuro*, Fundación Telefónica.

10. Por la que se modifican las Directivas 2002/65/CE, 2009/110/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) 1093/2010 y se deroga la Directiva 2007/64/CE

Gráfico 4. Valor pagos en TPV vs Valor retirios en ATM



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Blue Book y Banco de España

La transformación de la sociedad



1

2

3

El progreso de la longevidad, así como los cambios en la estructura etaria y el poblamiento son fenómenos trascendentes de la transformación de la sociedad española en estos treinta años. No menos lo es el aumento sustancial del nivel de vida que ha tenido lugar, si bien acompañado de una preocupante mayor desigualdad de la distribución de la renta en la década más reciente. La relativa superación del retraso tecnológico secular de España, que se está produciendo a caballo de las nuevas tecnologías con un alcance disruptivo aún difícil de precisar, es un tercer fenómeno de indudable interés. A cada uno de ellos están dedicados los tres capítulos de esta sección.



4

5

6

La transformación de la sociedad

José Antonio Herce
María Romero
Noelia Fernández
Elena Montesinos
Ana Domínguez
Pablo Hernández



Población, estructura etaria y poblamiento

José Antonio Herce



El presente capítulo revisa la evolución de la población en los últimos treinta años. El foco se sitúa en la longevidad, que no el envejecimiento, la reordenación de la estructura de edades de la población y la distribución de la misma en el territorio, en su estructura de poblamiento, más bien. En todas estas dimensiones, se han dado cambios muy intensos, no exentos de tintes problemáticos. Se argumenta que, si en algunos de estos cambios, como el que se refiere al poblamiento, la materialidad de los mismos es muy pesante y nada sencilla de revertir en lo que tenga de problemático, en otros, como el de la longevidad, tal materialidad lo es solo en apariencia, ya que hay barreras culturales que nos impiden ver soluciones muy asequibles. Estos cambios pueden enquistarse en los próximos treinta años, o no. Todo depende de que comencemos a ver la creciente longevidad como una oportunidad para reequilibrar las fases del ciclo vital en las que se generan recursos para la satisfacción de las necesidades individuales y colectivas a lo largo de vidas cada vez más largas.

Introducción: tres miradas a la población española

En la segunda mitad de los años ochenta, ya estaba organizado el territorio autonómico español, la población daba muestras de estabilizarse en las aldeas y pueblos que más habían sufrido el éxodo rural de las décadas precedentes, gracias a la universalización del estado del bienestar que trajo consigo la democracia, y se había dejado atrás la larga y dura crisis del petróleo. Las grandes ciudades y capitales provinciales retomaban también su pulso poblacional. El desempleo, que había alcanzado cotas del 24% de la población activa, se corregía desde 1985. El país acababa de incorporarse a la entonces Comunidad Económica Europea y se anticipaba una época de crecimiento y prosperidad, no sin el temor de que la apertura comercial obligada por la CEE suponía una cierta amenaza para la industria y la economía que, finalmente, y tras el duro esfuerzo de la reconversión durante la crisis, no solo no se produjo, sino que se transformó en una oportunidad.

En este marco de poblamiento, económico e institucional se iniciaba un proceso de evolución de la población española que habría de deparar grandes sorpresas a la opinión pública y a los estudiosos del tema, por lo inesperado e inadvertido. Inesperado, como su formidable crecimiento en la primera década del presente siglo, que nadie hubiera anticipado. Inadvertido como el incesante aumento de la longevidad en todo el período, del que solo más recientemente empezamos a ser plenamente conscientes, sobre todo de sus implicaciones.

La longevidad, de hecho, está siendo tan portentosa (en España y fuera de ella) que amerita desplazar al *envejecimiento*. Ni son la misma cosa, ni encaminan de la misma manera, al especialista o decisor que se concentra en la una o en la otra, en la naturaleza, dirección o cierto de su acción. Por ello, en este capítulo, la primera e importantísima mirada que se abordará es la de la longevidad, como el punto focal de la demografía española en estos momentos, al menos en mi modesta opinión. Consecuencia, no única, del espectacular aumento de la longevidad de la población española, es la intensa reordenación de los peldaños de la pirámide de edad. Y aún más importantes e interesantes son algunas de las manifestaciones que en forma de comportamientos y/o resultados (*outcomes*) de todo tipo, más o menos ligados a la edad, se vienen observando entre la población española desde entonces. Esta será la segunda mirada que se lanza en el presente capítulo.

La tercera tiene que ver con la dimensión más material de la población: la de su asentamiento en los espacios de todo rango y funcionalidad que forman el territorio. Solo una mirada somera, que no captará, por razones temáticas y de espacio,

fenómenos tan importantes como la composición final de las poblaciones en sus territorios, o las funcionalidades de dichos territorios en relación a sus habitantes, cuestiones candentes de la realidad española, no obstante. Pero que sí abarcará, justamente, la superficie del fenomenal proceso de despoblamiento crónico que sigue aquejando a los municipios de más reducido tamaño sin que, por ahora, se vislumbren vías y medios efectivos y eficientes para atajarlo.

La demografía, no debería reiterarlo, es pues fundamental, la longevidad es el tema (no lo llamaré problema de ninguna manera) y el (des)poblamiento es el problema. En los treinta años que conmemora este volumen, la demografía nos ha sorprendido a menudo (la inmigración o la natalidad), no siempre hemos sido conscientes de sus movimientos de fondo (la longevidad) o no hemos sabido resolver, ni siquiera contener, sus implicaciones más graves (despoblamiento).

Vistos estos treinta años de demografía, desde la perspectiva de nuestra compañía, que inició su andadura en 1987 acompañando los desarrollos del sector financiero español y se ocupa ahora, además, de la transformación digital de su economía o la transformación de la población, solo se puede decir que no hay proyecto de consultoría en el que, de una manera u otra, la población y su dinamismo no estén actuando entre bastidores.

Este capítulo no solo cumple con abordar uno de los ítems imprescindibles en el repaso de la sociedad y la economía españolas que queremos analizar en este volumen para marcar nuestro trigésimo aniversario, sino que, además, apuntala el compromiso de nuestra empresa con el enfoque interdisciplinar de su praxis profesional, en el que la población, en un marco de correcta interpretación de su evolución, es un ingrediente imprescindible.

La deriva de la longevidad

Hay dos aspectos que popularmente, en general, interesan más de la población: su volumen y su edad. Esto apenas es la capa de barniz que oculta, en realidad, fenómenos mucho más importantes, trascendentes y fascinantes. Además, cuando la preocupación por el avance de la edad se torna en obsesión frente al envejecimiento la acción social, normativa e institucional corre el riesgo de ir por la vía equivocada.

Porque, lo que la población española ha registrado en los últimos treinta años es un fenomenal progreso en términos de volumen y longevidad. Ambos desarrollos positivos se les mire por donde se les mire, aunque cargados de implicaciones en un contexto de políticas insuficientes, o mal orientadas, para comprender tanto lo que está pasando como sus implicaciones.

La demografía básica de la población española 1985-2016

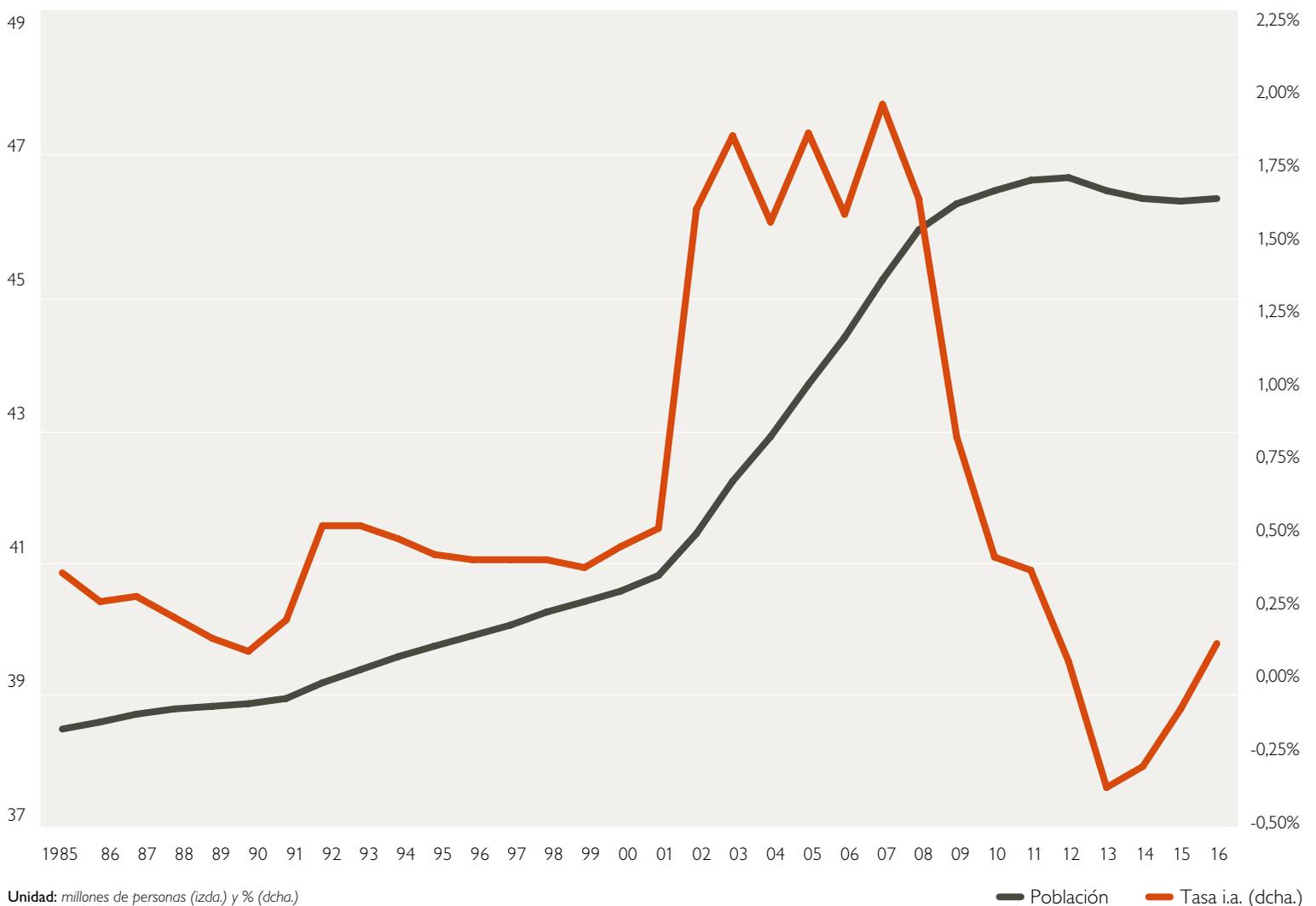
En los últimos treinta años, la población española ha pasado de 38,5 millones a 46,5 millones, un aumento del 20,8% y de 8 millones de personas. Este aumento resulta sorprendente por su intensidad, en una población que convencionalmente se consideraba, a finales de los años noventa, estabilizada alrededor de los 40 millones de efectivos para los años venideros. El gráfico 1 muestra la evolución de la población española en este período. Al hacerlo año a año, es inmediatamente patente que los meros datos del párrafo anterior ocultan una evolución de la población total muy marcada por las elevadísimas tasas de crecimiento de los años 2002 a 2008, todas ellas superiores al 1,5% y muy cercanas al 2% en los años 2003, 2005 y 2007. La población española venía creciendo muy modestamente

desde los años ochenta, con clara tendencia al estancamiento a finales de esta década, si bien aceleró algo su crecimiento en toda la década de los años noventa alcanzando ritmos alrededor del 0,5%, claramente superiores al convencional crecimiento de una población madura (no estancada) del 0,3% al año.

Tras la surgencia poblacional antes mencionada de los años más intensos, sin duda debida al dinamismo económico que experimentaba el país, la población alcanzó su máximo histórico en 2012, con casi 46,8 millones de habitantes, habiendo oscilado con alternativas de descenso desde entonces en el entorno de los 46,5 millones de habitantes.

Como es bien sabido, la evolución del tamaño de la población tiene tres motores principales: la natalidad, la mortalidad y las migraciones. La evolución de las tasas correspondientes a

Gráfico 1. Nivel y evolución de la población española entre 1985-2016



Unidad: millones de personas (izda.) y % (dcha.)

— Población — Tasa i.a. (dcha.)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE

estos indicadores para la población española, para el período 1985-2016, se muestra en el gráfico 2.

De los cuatro indicadores mostrados en el gráfico, las tasas de natalidad y mortalidad deben analizarse en estrecha conjunción, ya que su diferencia determina el saldo vegetativo que se añade (o sustrae) a la población de cada año para el siguiente. Naturalmente, al saldo vegetativo hay que añadir el saldo migratorio (diferencia entre inmigración y emigración) para obtener el cambio poblacional total de un año respecto al precedente. Pero el análisis aislado del fenómeno vegetativo permite discernir la capacidad de una población para reproducirse sin aportes externos.

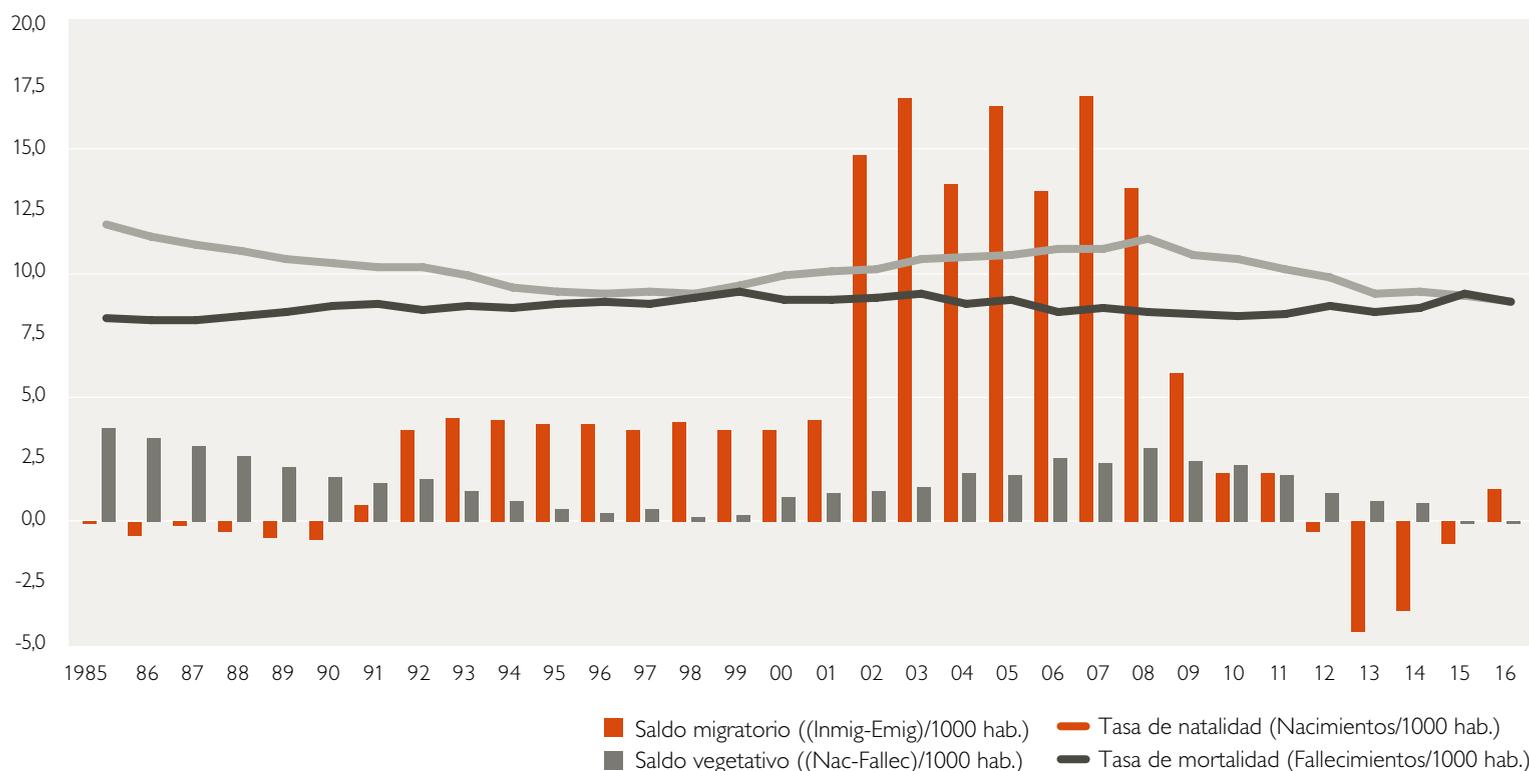
Así, puede verse que si bien la natalidad no ha dejado de estar por encima de la mortalidad en todo el período excepto (apenas) en los años 2015-2016, la primera ha sufrido una notable caída hasta finales del siglo pasado para recuperarse durante el boom económico (y de la inmigración, *vid infra*) hasta justo el año 2008. Una nueva caída, incluso más pronunciada, ha marcado la última década en cuyo final la mortalidad ya supera a la natalidad.

Si en 1985 o 2008, la tasa de natalidad se situaba, respectivamente, en 11,9 u 11,3 nacimientos por 1.000 habitantes,

en 1996, 1998, 2013 o 2015 se situaba en 9,1, y en 8,8 en 2016. La tasa de mortalidad, por el contrario, ha oscilado en el período, sensiblemente menos, alrededor de los 8,6 fallecimientos por 1.000 habitantes (frente a un promedio de 10,1 nacimientos por 1.000 habitantes). Claramente, en términos medios, la natalidad ha estado por encima de la mortalidad en el período, pero ha sido reducida y ha terminado por situarse por debajo de estos últimos. Ello tiene claras implicaciones para el mantenimiento del volumen de población.

Pero el dinamismo población se nutre tanto del saldo vegetativo como del saldo migratorio. También puede verse en el gráfico 2 que el saldo migratorio muestra un significativo incremento en los años 2002 a 2008, reforzado incluso por el saldo vegetativo, mucho más modesto, sin embargo. En ese mismo período, por cada punto de saldo vegetativo se daban 7,5 puntos de saldo migratorio. Solamente, al inicio y al final de las tres décadas reflejadas en el gráfico, el saldo vegetativo ha estado por encima del migratorio. Pero, mientras a finales de los años ochenta del siglo pasado el saldo vegetativo era elevado y el migratorio moderado, en los últimos años, el saldo vegetativo es muy reducido o nulo y el saldo migratorio es fuertemente negativo.

Gráfico 2. Natalidad, mortalidad y migraciones entre 1985-2016



Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE

Claramente, la evolución de la natalidad y la emigración han sorprendido a los expertos y a la opinión pública. Raramente se había anticipado en España lo que ha acabado ocurriendo en estos dos ámbitos de la demografía y la fuerte caída de la natalidad en los años noventa del siglo pasado causó la misma sorpresa (cuando no alarma) que la emergencia de la inmigración unos pocos años después a medida que las cifras se iban conociendo. No sucedió así con la evolución de la mortalidad, que medida por la tasa convencional, como ya se ha comentado, presentaba una evolución menos sorprendente.

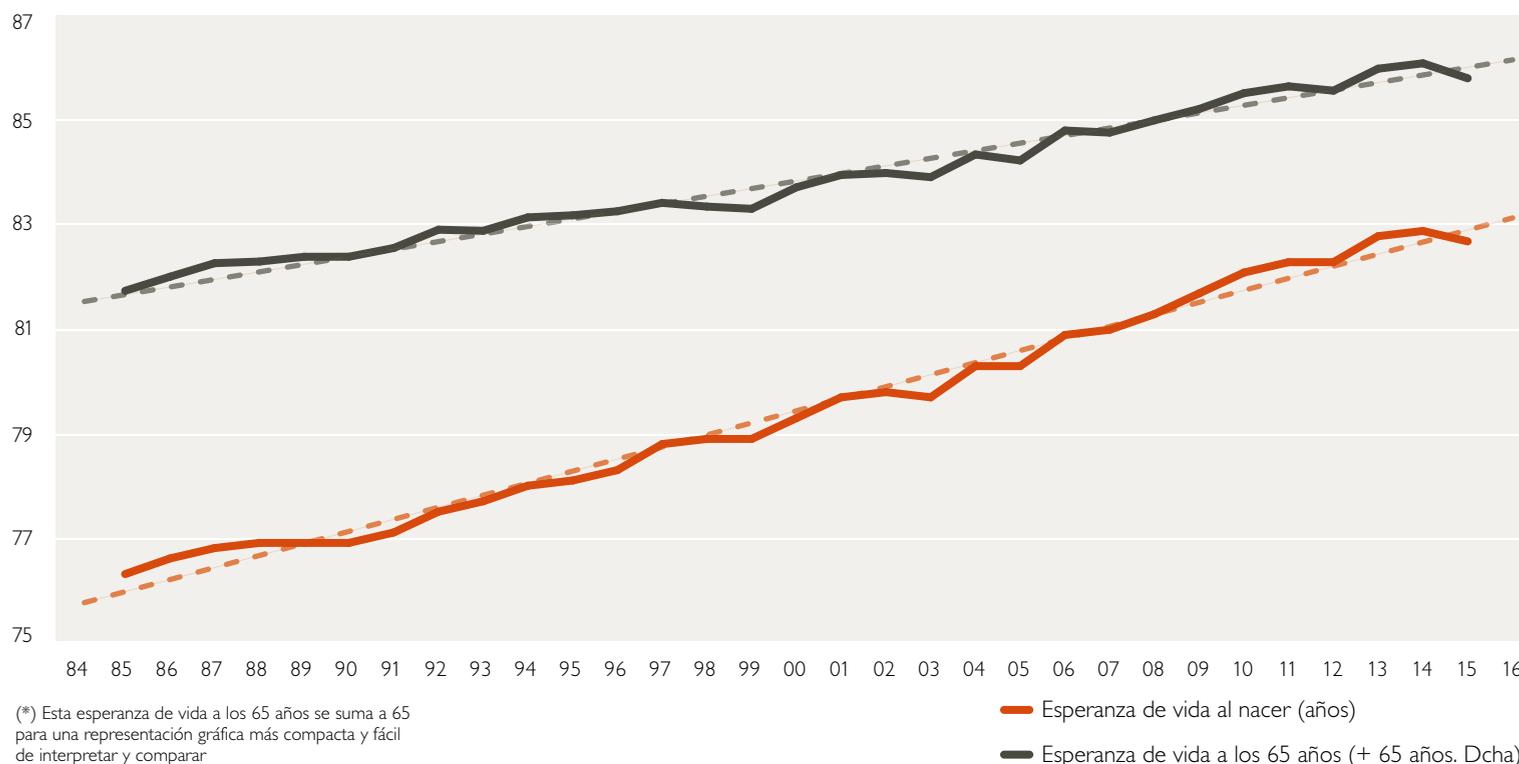
Longevidad y supervivencia: más allá del *headcount*

Pero la mortalidad, aproximada mediante la mera tasa definida como en la sección anterior (fallecimientos por 1.000 habitantes), difícilmente puede sorprender. Lo que ha sucedido con este monitor es que ha ocultado dos fenómenos relacionados e importantísimos: la longevidad y la supervivencia. No son juegos de palabras. Estaba sucediendo ante nuestros ojos, y la sociedad no se daba cuenta, de la enormidad que representa el incesante alargamiento de la vida y la portentosa mejora de la tasa de supervivencia de las sucesivas cohortes que componen la población.

En el gráfico 3 se muestra la evolución de la esperanza de vida al nacer (en años restantes de vida) y a los 65 años (ídem, sumados a 65). Lo relevante son las líneas de tendencia (punteadas), más que las líneas continuas que reflejan los altibajos de la coyuntura anual de la natalidad. Puede apreciarse claramente el avance, casi lineal, del número de años de vida que tienen las cohortes de 0 (al nacer) y 65 años en cada uno de los años de la treintena analizada.

Un simple cálculo sobre las series en las que se basa el gráfico revela también que la esperanza de vida al nacer ha venido aumentando en 2,54 meses al año en el período, mientras que la esperanza de vida a los 65 años (mostrada en el gráfico añadida a 65) ha venido aumentando a razón de 1,64 meses por año. Las cohortes más jóvenes disfrutan de una mayor carga de supervivencia, que se va atemperando con la edad. Ello es debido a que dos de los factores que determinan la longevidad de manera transversal a todos los individuos, como son los estilos de vida saludables y los compactos sociales de salud (además de la genética, que es básicamente un factor hereditario), mejoran y se acumulan a lo largo de la vida desde el nacimiento.

Gráfico 3. Esperanza de vida al nacer (unisex) y a los 65 años (*) entre 1985-2016

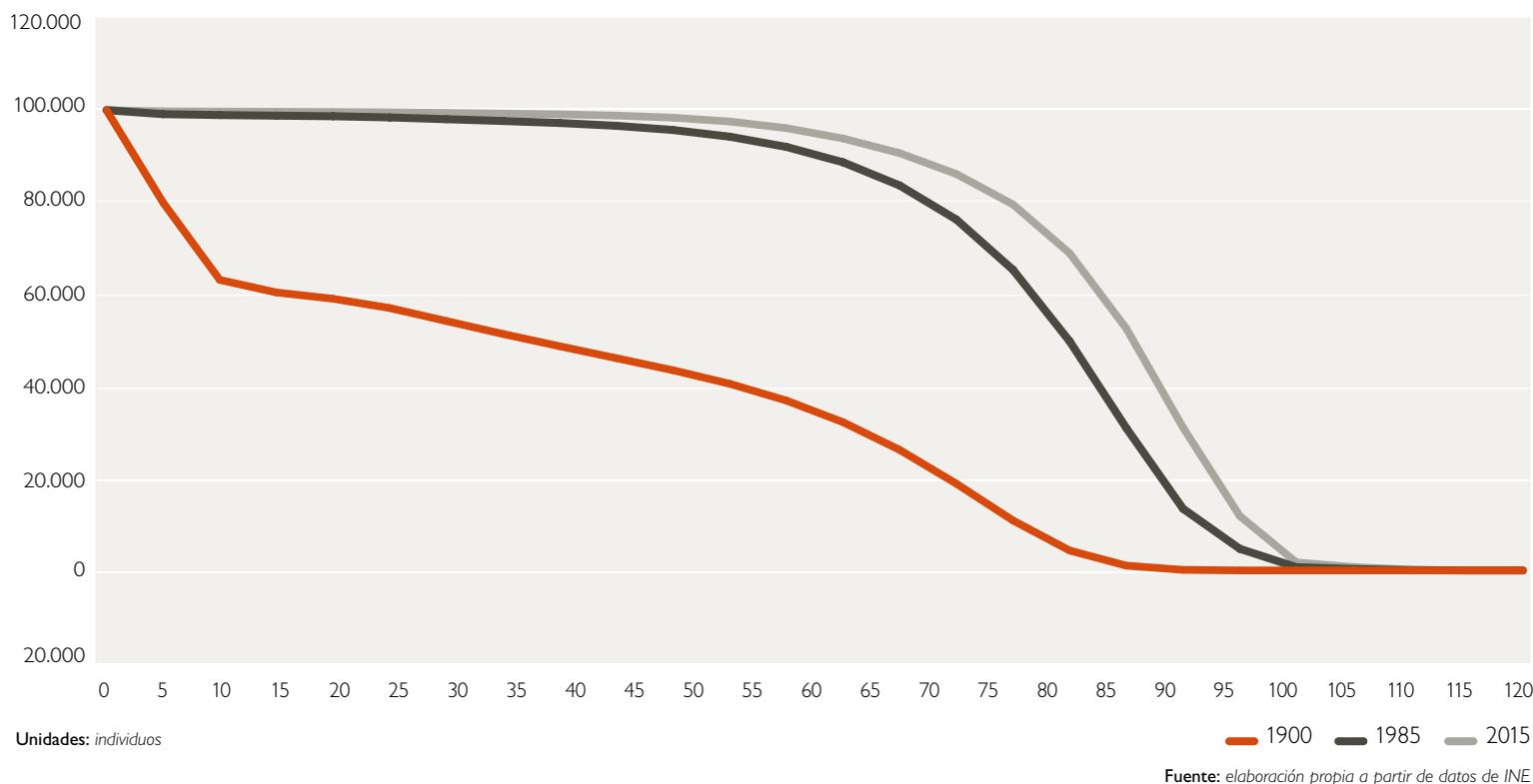


Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE

Este crecimiento de la esperanza de vida no es ninguna novedad, viene observándose en las sociedades avanzadas desde hace siglo y medio (Vaupel, 2010) y, por lo tanto, no puede constituir la sorpresa que sí constituyeron en su momento la inmigración y la natalidad, como se comentaba anteriormente. No siendo una sorpresa para nadie, sin embargo, lo que está sucediendo con la longevidad es que ni la sociedad ni el conjunto de analistas están viendo las implicaciones más relevantes de este fenómeno. Claro que se intuye que una población más numerosa de personas mayores constituye un colectivo especial al que dirigirse desde las instancias institucionales, empresariales o no gubernamentales, entre otras. Pero la verdadera esencia del fenómeno de la longevidad, que es la prolongación de la vida activa de los individuos hasta edades cada vez más avanzadas, no se está percibiendo plenamente. Para entender mejor lo que conlleva la creciente longevidad, nada mejor que analizar lo que se esconde detrás de la formidable expansión de la probabilidad de supervivencia a, virtualmente, todas las edades en las últimas décadas. Los datos pertinentes se muestran en el gráfico 4. Las curvas representadas en el gráfico indican la supervivencia con la edad de una cohorte teórica de 100 mil efectivos en

1900, 1985 y 2015. Se obtienen a partir de las Tablas de Mortalidad del Instituto Nacional de Estadística (INE) que las elabora para cada año. Su interpretación más directa puede ser *en horizontal* o *en vertical*. Según la primera, por ejemplo, en 1900 solo llegaba a los 5 años de edad el 63,1% de una cohorte, lo que da idea de la horrenda mortalidad infantil característica de la época, mientras que, en 1985, ese mismo porcentaje de supervivencia generacional se alcanzaba a los 75 años y en la actualidad (2015) a los 82 años. Si se hace una lectura vertical, por ejemplo, a los 65 años, la conclusión inmediata es que, a esa edad, en 1900, solo llegaba el 26,2% de una cohorte mientras que en 1985 el porcentaje era del 83,6% y en la actualidad (2015) del 90,6%. Más adelante se profundizará en algunas de las enormes implicaciones que esta expansión de la longevidad conlleva. Pero, a la simple vista de los espacios que marcan las curvas de supervivencia de los años considerados, puede discernirse el gran aumento de los años-persona que se ha producido en las sociedades avanzadas a lo largo del tiempo. Y cómo este espacio no cesa de aumentar. Naturalmente, las ganancias más retrasadas en el tiempo se han producido para las edades laborales, lo que se ha acomodado históricamente mediante una

Gráfico 4. Supervivencia en España, 1985-2015 (Ref. 1900)
(Generaciones de 100.000 individuos, edades puntuales)



expansión del empleo y la productividad, es decir de manera muy positiva.

Nótese que hoy, a los 65 años, todavía por encima de la edad efectiva de jubilación en todos los países, ya sobrevive el 90% de una cohorte. En efecto, los años-persona que quedan por ganar, tantos como los que se han ganado en el pasado o más (Herce 2017), se van a producir en las *edades pasivas*, y de ahí que muchos analistas y la opinión pública en general derive todo tipo de dificultades financieras para el estado del bienestar (pensiones y sanidad, especialmente). No tiene por qué darse este escenario.

La longevidad: métrica y dimensión

La combinación de la evidencia anterior tiene una implicación que el gran público sencillamente ignora, ya que apenas se le da consideración en los debates generales. Numerosos analistas de la socioeconomía e, incluso, demógrafos, desconsideran el irrefutable hecho de que, hoy, una persona de 65 años no tiene nada que ver con una persona de la misma edad de hace unas décadas. Mejor dicho, carecen de la inquietud para ver que de este hecho, que sí registran de manera anecdótica (no sistemática), se derivan implicaciones muy positivas para la sociedad y la economía.

En el cuadro 1, elaborado con la misma información que sirve de base para el gráfico anterior, se constata que la edad equivalente hoy a los 65 años de 1900 se situaría entre... los 81 y los 91 años, según se adoptase, respectivamente, la métrica de la esperanza de vida o la de la supervivencia de las cohortes.

Cuadro 1. Edad equivalente en 1985 y en 2015 a los 65 años de 1900(*)

%	Edad a la que sobrevive el 26,18% de una generación en		Edad a la que la esperanza de vida es de 9,1 años en	
	1985	2015	1985	2015
Hombres	83 años	89 años	74 años	79 años
Mujeres	88 años	93 años	77 años	82 años
Total	86 años	91 años	76 años	81 años

(*) En 1900, a los 65 años sobrevivía el 26,18% de una generación y la esperanza de vida era de 9,1 años (unisex)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE

Muy poco más cabe añadir a esta constatación tan poderosa, pero conviene decir que la edad de jubilación cuando se

inventó la Seguridad Social, hace más de un siglo, era justamente de 65 años. Seguro que muchos arquearán las cejas pensando que ni los 81 ni los 91 pueden ser hoy la edad de jubilación. Claro que no, de la misma manera que ya no pueden seguir siéndolo ni los 65 ni los 67, aunque hay muy pocos países en el mundo que se han atrevido a situarla ligeramente por encima. Esta es solo una de las implicaciones que nos ocupará más tiempo en los próximos años (*vid infra*).

Con los mismos datos de base, puede establecerse que las personas de 65 años hoy se corresponden con las de 57 años de hace tres décadas, y con las de 47 de hace medio siglo. Claramente, a pesar de que seguimos dirigiéndonos a las personas de 65 y más años como *la tercera edad*, estas no lo son. Esta enorme confusión, apenas cuestionada, lleva a una acción equivocada frente a las posibilidades de este colectivo de personas cada vez más importante.

La deriva de la edad

La primera y gran consecuencia positiva de una correcta interpretación de la longevidad como *no envejecimiento* es que la cultura social dominante de una barrera etaria inamovible a los 65 años es contraproducente y debe dar paso a una visión más positiva y dinámica de la edad. En este epígrafe se aborda críticamente el enfoque tradicional de la edad, con sus elocuentes y a la vez desorientadores indicadores, para, inmediatamente, aterrizar en la evidencia apenas percibida de que, de una u otra manera, tanto el cuerpo social como el individual está registrando la creciente longevidad y reaccionando, en general, correctamente, frente a ello. No, sin embargo, en lo que se refiere a la famosa barrera de los 65 años, lo que hace más clamorosa la incoherencia y obstaculiza las reformas necesarias.

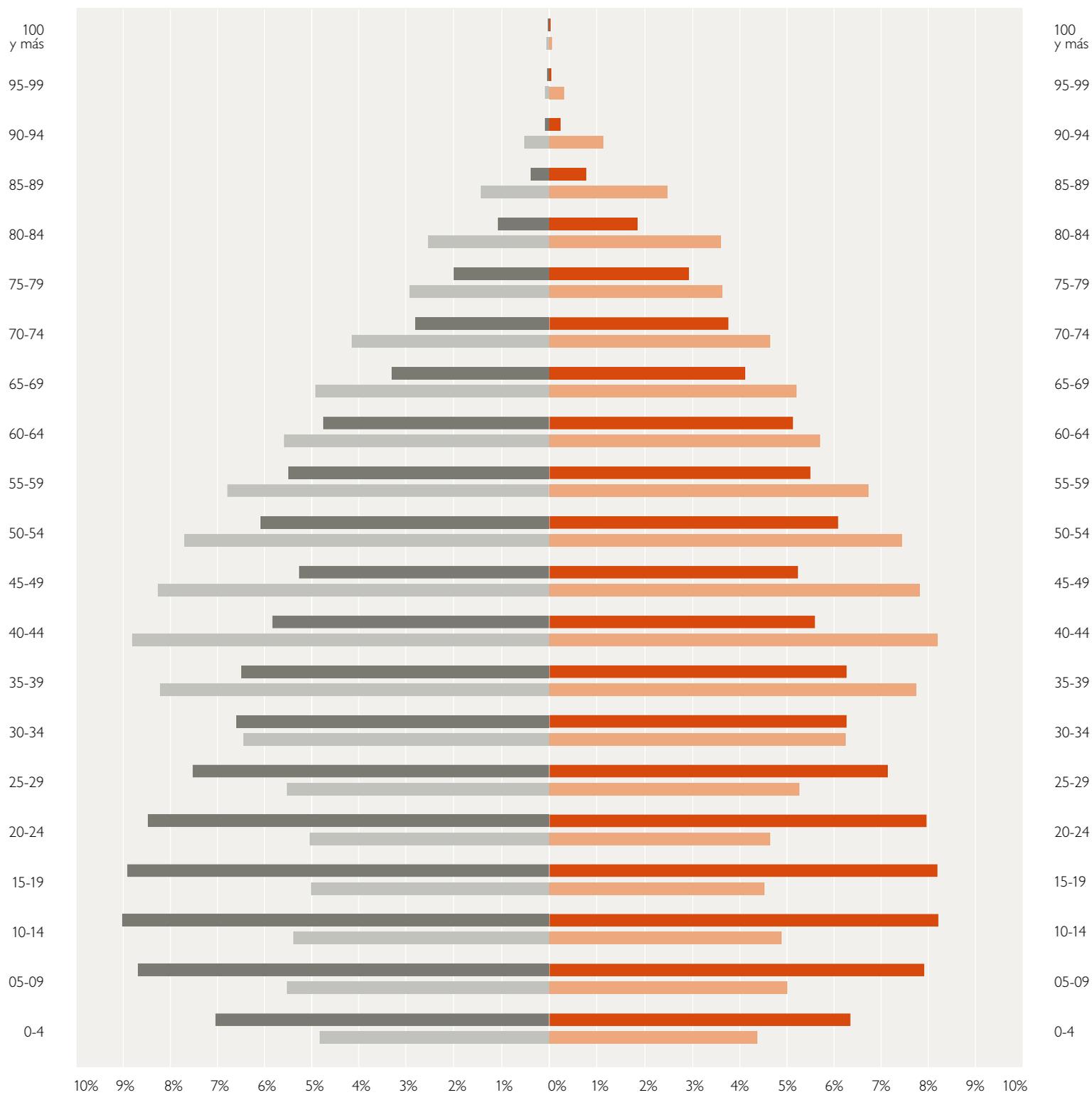
Edades 1985-2016

La creciente longevidad, a la que hay que sumar, a los efectos de lo que se analiza en esta sección, la menguante natalidad, ha venido produciendo una muy perceptible deriva de la estructura de edades de la población. Las convencionales pirámides de población españolas se han transformado en formas geométricas bastante más *atormentadas* que las canónicas geometrías que adoptaban tan solo hace medio siglo.

En el inicio de las tres décadas que se conmemoran en este volumen, la pirámide de la población española todavía conservaba en buena medida esta forma, aunque se constataban, desde luego, las implicaciones demográficas de la guerra civil (en las edades de los 45 a los 49 años) y, ya de forma clara, las del fuerte descenso de la natalidad tras el baby-boom (en las edades de 0 a 4 años).

Hoy, como puede apreciarse en el gráfico 5, la estructura piramidal de las edades se constata claramente definida, sin sobresaltos, a partir de los 40 años, habiéndose absorbido plena-

Gráfico 5. Estructura de edades de la población española, 1985-2017 (*)



(*) A 1 de enero de cada año

■ Hombres 1985

■ Hombres 2017

■ Mujeres 1985

■ Mujeres 2017

Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE

mente el *shock* demográfico de la guerra civil, pero por debajo de los 40 años, lo que se aprecia es la fuerte recesión de la natalidad hasta los 15 años, el mini baby-boom y, poco después, la vuelta a la recesión de la natalidad. Un perfil más de *pilar*, no sin alternativas, que de pirámide.

A partir de los datos que sirven de base al gráfico 5, tomados por edades puntuales y no por cohortes de 5 años, puede extraerse una amplia serie de indicadores demográficos basados en la edad y/o la distribución de edades de la población, entre ellos, los que se muestran en el cuadro 2. Quizá el más elocuente de ellos es el que muestra la evolución de la edad media de la población, que pasa de los 34 a los 48 años entre 1985 y 2017 (población a 1 de enero).

Comparando la edad media con la edad mediana (la del individuo que divide en dos mitades exactas a la distribución), se observa que esta era 3 años más baja que la primera en 1985 (34 versus 31), pero que hoy ambas son sensiblemente mayores que treinta años atrás y, además, idénticas (42 años). Ello refleja por todas las vías el espectacular aumento de la esperanza de vida y el no menos importante efecto de la fuerte caída de la natalidad.

Todos los demás indicadores mostrados refuerzan esta idea. Igualmente elocuente, aunque menos representativa, es la edad modal (la moda de la distribución), a la que se observa el máximo de efectivos, que pasa de los 20 años en 1985 a los 40 años en 2017. Un cambio enorme indicativo de la ausencia de fuerzas de reproducción demográfica que mantengan siempre nutridos los escalones más bajos de la pirámide.

Por fin, la edad del *votante mediano*, la de aquel individuo que divide en dos mitades exactas al cuerpo electoral (población de 18 y más años), ha tenido una evolución igualmente dramática, pasando de los 45 a los 50 años. El votante mediado (*median voter*, en la teoría política anglosajona) tiende a ser considerado como aquel que marca el equilibrio de opciones políticas en unas elecciones y ello, asociado a la presunción de mayor conservadurismo con la edad, conlleva potentes implicaciones para la sociedad, como la aprobación de leyes más conservadoras del statu quo que reformadoras del mismo, etc.

El cuadro 2 también permite una interesante comparativa de las denominadas *tasas de dependencia etaria*. La tasa de dependencia demográfica, o población de 0 a 15 y de 65 y más en porcentaje de la población de entre 16 y 64 años, refleja la capacidad teórica de apoyo (económico) que la población en edad de trabajar puede prestar a los miembros *menores* y a los *mayores* de dicha sociedad. Este es un concepto muy limitado por muchas razones (inactividad, paro, etc.), pero sigue utilizándose para reflejar la presión (o el alivio) que el denominado

Cuadro 2. Indicadores de estructura etaria de la población española, 1985-2017

Indicador	1985	2017
Tasa de dependencia demográfica (a)	59%	54%
Tasa de dependencia de los menores de 16 años (b)	40%	25%
Tasa de dependencia de mayores de 65 años (c)	19%	29%
Tasa de envejecimiento (d)	12%	19%
Edad modal (máximo de efectivos a una edad puntual)	20 años	40 años
Edad mediana (divide al 50% la población total)	31 años	42 años
Edad media (ponderada por efectivos en cada edad)	34 años	42 años
Edad del votante mediano (e)	45 años	50 años

(a) Efectivos de 0 a 15 años y de 65 y más años en proporción de efectivos de 16 a 64

(b) Efectivos de 0 a 15 años en proporción de efectivos de 16 a 64

(c) Efectivos de 65 y más años en proporción de efectivos de 16 a 64

(d) Efectivos de 65 y más años en proporción de efectivos totales

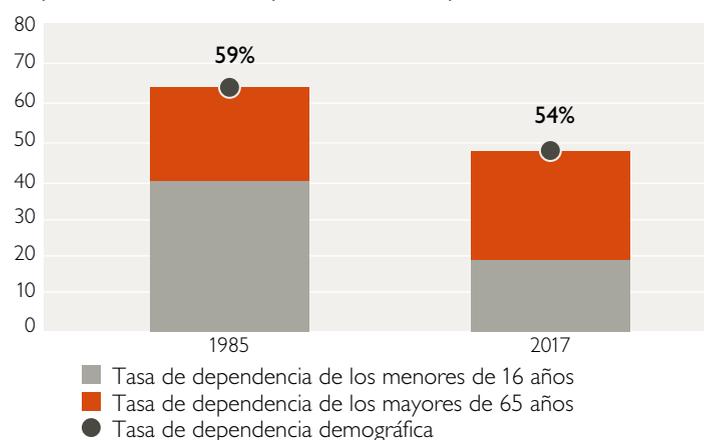
(e) Edad que divide en dos mitades al cuerpo electoral (efectivos de 18 y más años)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE

envejecimiento de la población ejerce sobre los sistemas de pensiones, bienestar, sanitario, educativo, etc. Esta Tasa de dependencia demográfica puede descomponerse, a su vez, en la tasa de dependencia de los jóvenes y la tasa de dependencia de los mayores.

En el gráfico 6 se reflejan todas estas tasas de dependencia en 1985 y treinta años más tarde. La tasa de dependencia demográfica (total) no ha variado mucho en el período e, incluso,

Gráfico 6. Recomposición de la tasa global de dependencia de la población española, 1985-2017



Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE

ha disminuido, reflejando una mayor capacidad general de los potencialmente activos para sostener a los potencialmente pasivos, pasando del 59% en 1985 al 54% en 2017. Esto es, algo menos de dos personas potencialmente activas por cada persona potencialmente pasiva, ratio que, como se muestra, ha mejorado en el tiempo.

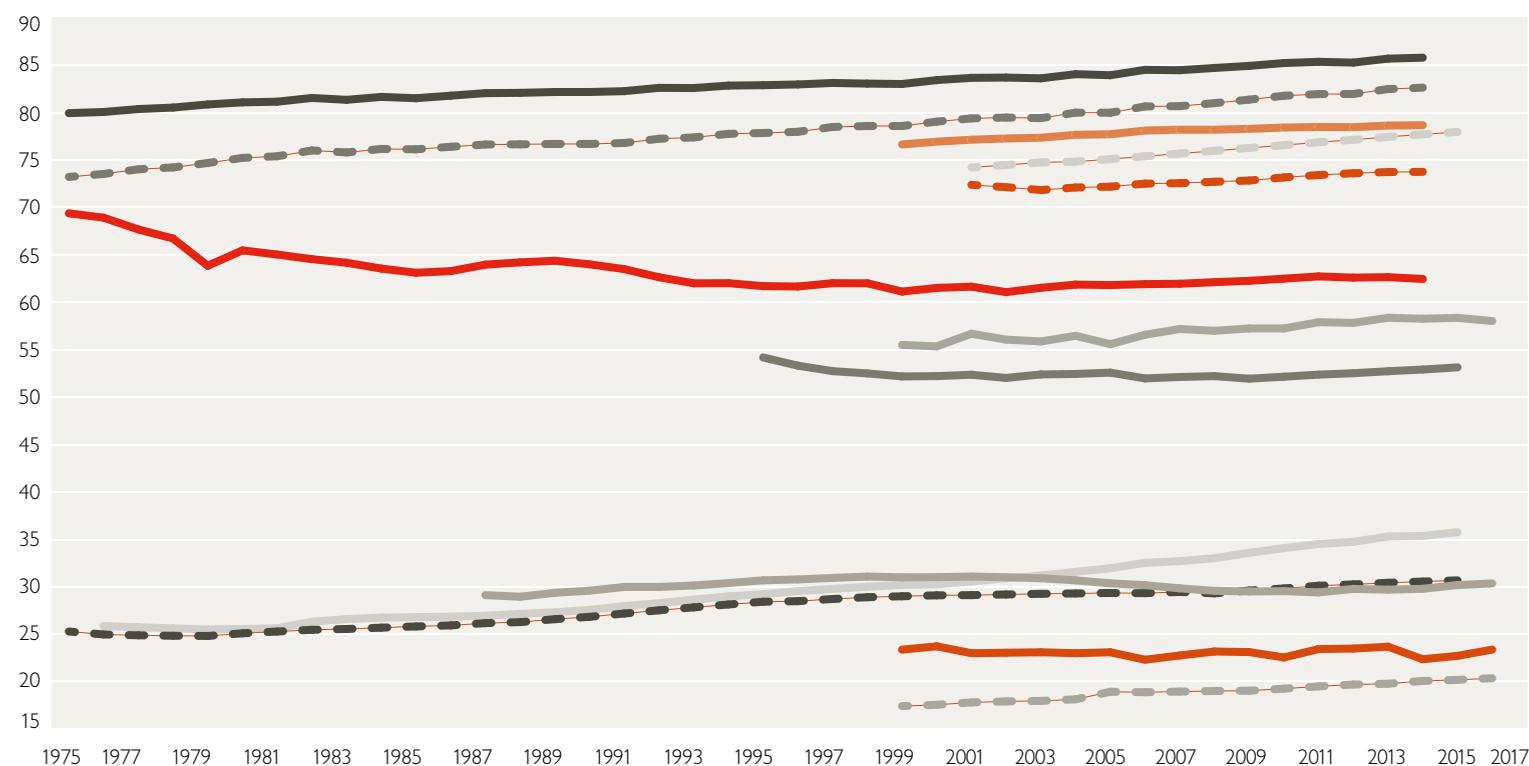
La razón de esta mejora de la tasa de dependencia total es la fuerte caída de la tasa de dependencia de los menores, debido al fuerte descenso de la natalidad en el período y al engrosamiento de las cohortes en edad laboral. Esta tasa pasa del 40% al 25% de la población potencialmente activa. Por el contrario, la tasa de dependencia de los mayores ha pasado del 19% al 29%. Lo que se desprende de esta evolución es una tendencia de la tasa de dependencia total a ser dominada por el envejecimiento de la población y, una vez alcanzado el suelo de la dependencia de los menores, a un aumento vertiginoso.

Al menos, hasta donde estos indicadores, un tanto diluidos por la inanidad de la barrera de los 65 años en un contexto de creciente longevidad, puedan ser interpretables.

Otro indicador convencional que se muestra en el cuadro 2 es la tasa de envejecimiento, o población de 65 y más en porcentaje del total, que ha pasado del 12% al 19% en el período analizado. Esta tasa refleja quizá mejor que ninguna otra la semántica y la cultura convencionales de la sociedad sobre lo que no cabría llamar envejecimiento de manera muy estricta, al menos si nos atenemos al análisis precedente sobre la longevidad.

De nuevo, la barrera de los 65 años cada vez representa menos un tránsito nítido hacia una nueva etapa etaria en el ciclo vital y, por ello, el empeño de los aparatos institucionales, normativos y de la sociedad entera en seguir referenciando debates, comportamientos y reformas a dicha barrera resulta cada vez más contraproducente.

Gráfico 7. Hitos del Ciclo Vital en España (edad media a la que se producen los hitos vitales)



(*) EVLD: Esperanza de vida libre de discapacidad

(*) EVBS: Esperanza de vida en buena salud

- Esperanza de vida a los 65 años
- Esperanza de vida al nacer
- EVLD* a los 65 años
- Viudedad
- EVBS* a los 65 años
- Edad efectiva de jubilación
- Prejubilación
- Incapacidad permanente
- Primer matrimonio
- Primer hijo (mujeres)
- Emancipación
- Primer empleo
- Finalización de los estudios

Fuente: Domínguez-Fabián, del Olmo y Heroe (2017)

El ciclo vital de los españoles

Debe entenderse la longevidad como la extensión de la esperanza de vida en todas las edades. Visto así, debe quedar claro que la longevidad no es el envejecimiento. Al menos, no es el envejecimiento entendido como un proceso de mero deterioro físico y mental de las personas. En realidad, cada año que pasa un individuo representativo de (digamos) 65 años en un año cualquiera es más joven que un individuo representativo de la misma edad de un año precedente. ¿Es esto envejecimiento?

Una forma de ver esto con claridad es analizar a qué edades intervienen eventos característicos del ciclo vital y cómo han evolucionado estas edades en el tiempo. La evidencia que se contiene en el gráfico 6 sorprenderá a algunos. Naturalmente, para la mayoría de ciudadanos, cada fase del ciclo vital viene marcada por acontecimientos como la escolarización, la formación de una familia, el acceso al trabajo o a la jubilación. Igualmente, en cualquier momento del mismo pueden intervenir accidentes invalidantes, o, antes, o a partir, de ciertas edades, circunstancias como la orfandad o la viudedad. Pero lo que es muy importante percibir en el gráfico es que la edad (del individuo representativo) a la que ocurren estos acontecimientos está evolucionando, en la mayor parte de los casos, claramente alineada con la expansión de la esperanza de vida. Esto no es nuevo, pero el que la percepción de estos fenómenos se vaya instalando entre la sociedad si lo será.

Así, en 1985, la edad de las madres al nacimiento de su primer hijo estaba cerca de los 25 años, mientras que hoy se sitúa por

encima de los 30, y de la misma manera han evolucionado las edades medias de finalización de los estudios, incapacidad, viudedad o la esperanza de vida en buen estado de salud (EVBS, en el gráfico) y libre de discapacidad (EVLN, en el gráfico). Si bien, y habría que decir sorprendentemente, las edades a las que se sale del mercado de trabajo apenas han empezado a elevarse en los últimos años después de décadas (en el caso de la edad de jubilación efectiva) de descenso continuado.

De una manera u otra, la sociedad y los individuos son conscientes de que la mayor esperanza de vida exige ajustes también al alza en las decisiones más cercanas al ciclo vital, como son las formativas, las reproductivas y las de inicio de la vida productiva; así como dicha creciente longevidad se manifiesta también directamente en la esperanza de vida en buena salud o libre de discapacidades. De hecho, estos comportamientos son plenamente coherentes con la teoría del capital humano. Pero llama la atención la manifiesta incoherencia de una salida cada vez más temprana del mercado de trabajo ante la perspectiva de etapas de jubilación cada vez más largas. Como se decía, en los últimos años, las edades efectivas de *prejubilación* (que no es una figura normativa) y jubilación están aumentando ligeramente, aunque no al paso de la esperanza de vida, sino inducidas por tímidos cambios normativos.

Ello es un vivo reflejo del poder que todavía ejerce la percepción social de que se es mayor a los 65 años. Una barrera cultural y normativa que, en el contexto estructural de longevidad creciente, debería ponerse en cuestión cuanto antes para

Cuadro 3. Estructura de poblamiento de la población española

Municipios por tamaño poblacional	Número de municipios			Número de habitantes			Población promedio		
	2000	2016	Var. %	2000	2016	Var. %	2000	2016	Var. %
Más de 500 mil habitantes	6	6	0,0%	6.955.052	7.485.171	7,6%	1.159.175	1.247.529	7,6%
100 mil a 500 mil	49	56	14,3%	9.368.333	10.971.589	17,1%	191.190	195.921	2,5%
10 mil a 100 mil	583	687	17,8%	14.483.144	18.437.162	27,3%	24.842	26.837	8,0%
5 mil a 10 mil	511	551	7,8%	3.510.907	3.869.029	10,2%	6.871	7.022	2,2%
1.000 a 5.000	2.000	1.870	-6,5%	4.580.144	4.328.044	-5,5%	2.290	2.314	1,1%
500 a 1.000	1.152	1.019	-11,5%	820.273	728.784	-11,2%	712	715	0,4%
100 a 500	2.890	2.665	-7,8%	725.761	663.786	-8,5%	251	249	-0,8%
Menos de 100 habitantes	913	1.271	39,2%	56.177	73.443	30,7%	62	58	-6,1%
Total	8.104	8.125	0,3%	40.499.791	46.557.008	15,0%	4.998	5.730	14,7%

Nota: únicamente se contemplan municipios y los datos de población incluyen a la de sus correspondientes pedanías.

Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE

facilitar un mejor reequilibrio funcional de la estructura de edades de la población, en España y en muchos otros países.

La deriva del poblamiento

El poblamiento es un fenómeno más propio del ámbito de la geografía humana que de la demografía, pero, en España, la distribución territorial de la población en los territorios municipales adquiere características propias, que hunden sus raíces en la historia.

Una de las características más prominentes se refiere, como muestra el cuadro 3, a la distribución de la población por municipios de diferente jerarquía urbana, una distribución muy sesgada hacia lo que se ha dado en llamar *la España vacía* (del Molino, 2016).

En efecto, en 2016, el 87,6% de la población española (40,8 millones de un total de 46,6) vivía en municipios de cinco mil o más habitantes que representaban el 16,0% de los municipios (1.300 municipios de un total de 8.125), mientras que el 84% restante de los municipios españoles (6.825 municipios) con unos 850 habitantes en promedio, solo albergaba al 12,8% de la población, apenas 5,8 millones de habitantes.

En la categoría de menos población, menos de 100 habitantes, el censo poblacional y de municipios todavía arroja 1.271 municipios con una población total de más de 73 mil habitantes y un tamaño promedio de 58 habitantes por municipio, si bien la distribución es continua desde los 99 hasta los 5 habitantes. De hecho, la recomposición de la distribución del tamaño de los municipios entre 2000 y 2016 muestra un fenómeno muy notable: aumenta el número de municipios de más de 5 mil habitantes (en un 13,1%) y el de municipios de menos de 100 habitantes (en un 39,2%), mientras que el número de municipios de entre 100 y 5 mil habitantes disminuye (en un 8,1%). Los municipios de menos de 100 habitantes son la máxima representación de la España vacía. Aumenta su número porque los de la categoría inmediatamente anterior pierden población, pero, aun así, su tamaño disminuye y, en el período 2000-2016, pasan de 62 a 58 habitantes. Estos movimientos son más que espurios y vienen dándose desde hace décadas.

Además, hay otro elemento cualitativo de enorme trascendencia que se constata una y otra vez: la población de estos núcleos (y de los de hasta 1.000 habitantes también) tiene cada vez una mayor edad y una edad media avanzada. El envejecimiento, más que la longevidad (cuya mayor carga de supervivencia se concentra en los jóvenes y la población urbana), se concentra en las pequeñas poblaciones.

Los datos recogidos en el cuadro 4 serían puramente anecdóticos, si no fuera porque representan el límite del despoblamiento

español y trazan muy elocuentemente el perímetro de lo que el profesor Jordi Nadal denominó hace décadas *el gran desierto central* alrededor de Madrid y su conurbación de grandes ciudades dormitorio y/o satélite.

Cuadro 4. Los 125 municipios españoles (y sus provincias) de 25 y menos habitantes

	Municipios	Provincia
Con 25 habitantes	Carrías	Burgos
	Cidamón	La Rioja
	Cilleros de la Bastida	Salamanca
	Frechilla de Almazán	Soria
	Fresno de Caracena	Soria
	Sotillo	Segovia
	Torremocha de Jadraque	Guadalajara
	Valtajeros	Soria
Con 5 habitantes	Jaramillo Quemado	Burgos
	Villarroya	La Rioja
Provincias en las que radican los 125 municipios (y nº de mun.)	Guadalajara (33), Soria (29), La Rioja (16), Burgos (8), Teruel (8), Cuenca (7), Palencia (5), Segovia (5), Salamanca (3), Zaragoza (3), Ávila (2), Huesca (2), Castellón (1), Navarra (1), Toledo (1) y Valladolid (1)	

Nota: Únicamente se contemplan municipios y los datos de población incluyen a la de sus correspondientes pedanías

Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE

Retos que conllevan los cambios demográficos y en la estructura etaria de la población española para los próximos 30 años

Las derivas de la longevidad, la edad y el poblamiento de la población española en los últimos treinta años no se van a detener en los próximos treinta, aunque no adopten exactamente las mismas formas en todas sus expresiones.

Hasta el presente, las implicaciones de las derivas mencionadas han sido mal comprendidas o afrontadas con perfil bajo, lo que ha tenido consecuencias desfavorables que ya se han manifestado en el mercado de trabajo, la economía y la sostenibilidad de muchos grandes programas de bienestar, redundando todo

ello en una movilización social de mucha menor entidad de la deseada y la tardía e inadecuada orientación de algunas políticas relacionadas.

Las implicaciones a las que debería prestarse especial atención social e institucional en lo sucesivo, declinadas en términos de su potencialidad se resumen a continuación:

- En el plano social, si la barrera etaria de los 65 años sigue teniendo la presencia privilegiada que tiene en la cultura social en España y otros países, en las próximas décadas seguiremos señalando como *mayores* a una porción cada vez más grande de la población, potencialmente más de la mitad, y sintiéndonos abrumados por su excesivo peso. Habrán triunfado, entonces, definitivamente, las ideas equivocadas sobre la *tarta fija del empleo* y la sustituibilidad entre el trabajo de los mayores y el de los jóvenes. Ello desmovilizará importantes reservas de actividad de la sociedad.
- En el plano institucional, si las políticas siguen privilegiando una barreta etaria apenas por encima de los 65 años, que en la práctica es sensiblemente menor, la financiación sostenible de prestaciones suficientes del estado del bienestar será cada vez más difícil de lograr al tiempo que se frenarán soluciones adicionales basadas en el reequilibrio del ciclo vital que la remoción de dicha barrera permitiría. Ello frustraría a los trabajadores y a los beneficiarios de las prestaciones, es decir, a la práctica totalidad de la población.
- En el plano económico, el peso creciente de una financiación, incluso insuficiente, de los programas del estado del bienestar solo contribuiría a echar arena a un engranaje productivo que dependería exclusivamente de ganancias de productividad, que no tienen por qué darse con seguridad en el contexto anterior, y que deberían ser necesariamente muy superiores a las que hoy conocemos. Ello agudizaría la pugna por la distribución de la renta.

Por el contrario, una mayor consciencia de que es la longevidad, y no el envejecimiento, lo que nos está deparando vidas más largas y, en general, un mejor estado de salud, expandiendo la capacidad activa de los individuos, devolverá a la sociedad un impulso que muchos esperan de una natalidad acrecentada. Es difícil que se produzca este repunte de la natalidad, y por lo tanto que se realicen las promesas que se esperan de ello: más brazos para la economía y más cotizaciones para pagar los compromisos sociales futuros. Pero este mecanismo no es sostenible, ya que las obligaciones futuras crecerán y la solución solo podrá ser un nuevo aumento de la natalidad.

La longevidad ofrece, sin embargo, la posibilidad de aumentar la actividad de la población reequilibrando los recursos y las necesidades a lo largo del ciclo vital de cada individuo y a lo ancho de las distintas generaciones.

Bibliografía

Domínguez-Fabián, I.; del Olmo, F. y Herce, J. A. (2017): *Reinventando la Seguridad Social. Hacia un sistema mixto de pensiones "por etapas"*. DT 06-17 UAH. Descargable en <https://ideas.repec.org/p/uae/wpaper/0617.html>

Herce, J. A. (2017): *La longevidad y el "greyny boom"*. Descargable en: <https://www.jubilaciondefuturo.es/recursos/doc/pensiones/20160609/esfe/la-longevidad-y-el-greyny-boom.pdf>, junio.

del Molino, S. (2016): *La España Vacía*. Editorial Turner, 2016.

Vaupel, J. (2010): "Biodemography of human ageing. Nature", *Insight Review*, volumen 464/25, marzo. Descargable en [www.nature.com/nature/journal/v464/n7288pdf.nature](http://www.nature.com/nature/journal/v464/n7288/pdf.nature)





La distribución de la renta en España: consecuencias y factores determinantes

María Romero
Noelia Fernández
Elena Montesinos

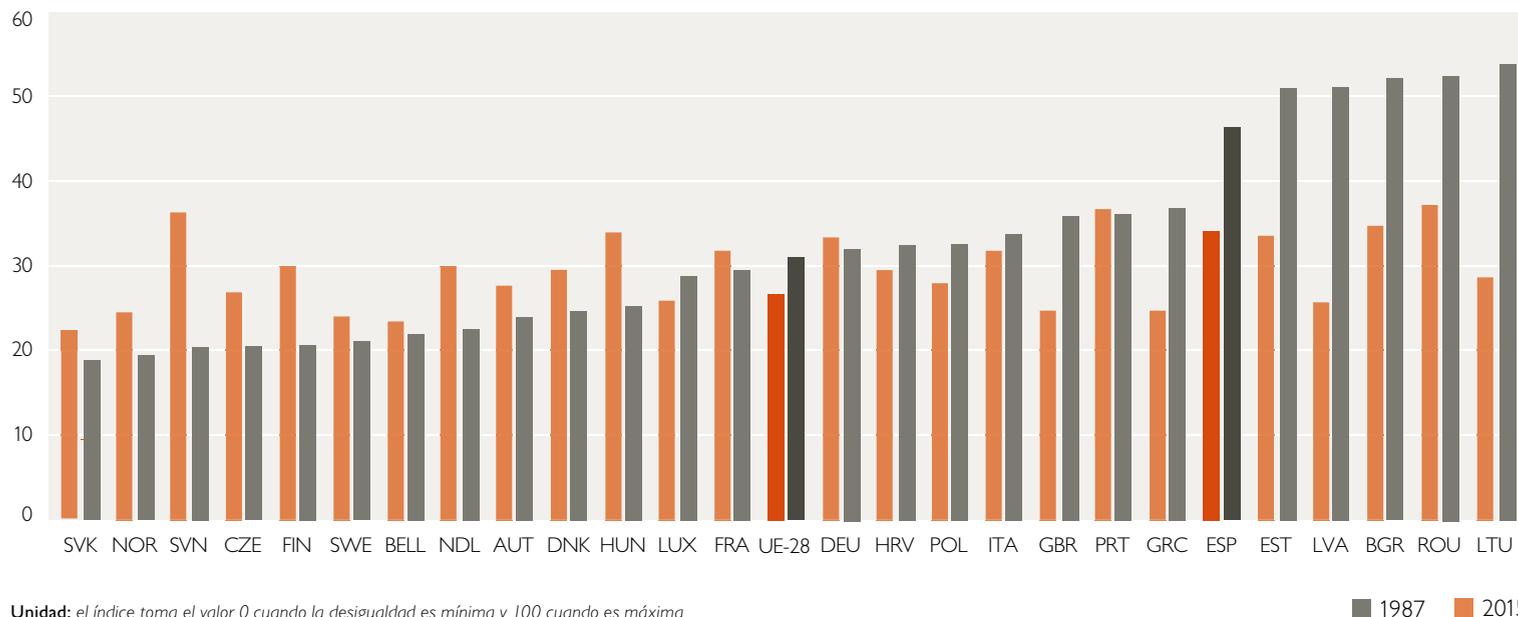


La renta de los hogares españoles, y con ella el nivel de vida de nuestro país, ha mejorado notablemente en las últimas tres décadas que coinciden con la vida de Afi. Sin embargo, la distribución de la renta ha empeorado desde entonces, acrecentando el problema de la desigualdad socioeconómica.

El avance de la renta ha venido acompañado por un incremento de la riqueza de los hogares. España es uno de los países europeos en los que más predomina la riqueza inmobiliaria. El aumento de la desigualdad en la distribución de la renta ha hecho proliferar la población en riesgo de pobreza.

La situación que atraviese el mercado de trabajo es determinante de la distribución primaria de la renta. Las diferencias salariales entre los ocupados se explican, especialmente, por el tipo de tareas desempeñadas, el tamaño de la empresa en la que trabajan y el nivel de formación completado.

Gráfico 1. Índice Gini a partir de la distribución secundaria de la renta en la Unión Europea, 1987 y 2015



Unidad: el índice toma el valor 0 cuando la desigualdad es mínima y 100 cuando es máxima

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat

La renta de los hogares, y con ella el nivel de vida, ha mejorado notablemente en las últimas tres décadas que coinciden con la vida de Afi. Ahora bien, no es menos importante identificar hasta qué punto ha sido generalizada dicha mejora para el conjunto de la población española; es decir, si el avance de la renta ha gozado de una equitativa distribución o si por el contrario ha propiciado una mayor desigualdad.

El objetivo de este capítulo no es otro que el de estudiar la distribución de la renta de los hogares, sus consecuencias y sus factores determinantes. En primer lugar, se analiza la evolución de la renta y se mide la desigualdad de la misma en España y en el resto de países europeos. En segundo lugar, se abordan las implicaciones de la distribución de la renta sobre la acumulación de riqueza y la emergencia del fenómeno de la pobreza. En tercer y último lugar, se examina cómo el comportamiento del mercado laboral puede afectar a la distribución primaria de la renta y cuáles son los factores determinantes de la desigual remuneración del trabajo.

La distribución de la renta en España

Una de las transformaciones sociales que, sin duda, ha tenido lugar entre 1987 y 2016, coincidiendo con la vida de Afi, ha sido el progreso socioeconómico de la población española. El bienestar económico, que se mide habitualmente con la renta por habitante, ha crecido significativamente a lo largo de los últimos treinta años. De acuerdo con la Encuesta de

Condiciones de Vida (ECV) del INE, la renta disponible neta de los hogares relativizada por habitante ha crecido un 27,4% entre 1994 (primer año de la serie histórica homogénea) y 2016 (último dato disponible). Un crecimiento mayor al experimentado por la media europea, que ha permitido que España avance en su senda de convergencia.

Este aumento de la renta per cápita en nuestro país es resultado de un mayor incremento de la renta total que del número de habitantes residentes en España. Ambas variables no han evolucionado de forma paralela a lo largo de las tres últimas décadas. Como no podía ser de otra forma, la renta de los hogares ha estado estrechamente vinculada al ciclo económico, por lo que su ritmo de crecimiento no se ha distribuido de forma homogénea a lo largo de estos años. Hasta 2009, momento en el que alcanzó su máximo histórico (15.129 euros por persona), creció progresivamente y de forma ininterrumpida, una etapa que algunos economistas (Malo de Molina, 2005) ya había calificado como una de las fases de expansión más dilatadas de la reciente historia económica española. Sin embargo, a partir de ese momento, y como consecuencia de la envergadura de la crisis económica y financiera que se desató en el verano de 2007, la renta por habitante comenzó a disminuir hasta situarse en los 13.155 euros en 2013. La actual recuperación económica la ha devuelto a niveles por encima de los 14.000 euros por persona en 2016.

Independientemente de su evolución a lo largo de estos treinta años, lo cierto es que, en conjunto, el progreso socioeconómico experimentado por la población española es una realidad

Gráfico 2. Índice Gini a partir de la distribución primaria y secundaria de la renta en la Unión Europea, 2015



Unidad: el índice toma el valor 0 cuando la desigualdad es mínima y 100 cuando es máxima

■ Renta primaria ■ Renta secundaria

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat

innegable y la fase de recuperación que atraviesa en la actualidad constituye un revulsivo que, a buen seguro, permitirá corregir esta última década perdida en lo que a la convergencia económica con Europa se refiere.

En lo que a distribución de la renta se refiere, pueden distinguirse tres ámbitos: funcional, geográfica o personal. El primero se refiere a la asignación de rentas a los factores productivos, estos son, capital tecnológico y humano. El segundo contempla la distribución en el territorio. Mientras que el último hace alusión a cómo se reparte la renta entre los individuos y familias. En este capítulo nos centramos en la distribución personal de la renta.

Existen dos métricas comúnmente empleadas para cuantificar el grado de distribución de la renta personal en un país. La primera de ellas es el coeficiente de Gini, que elabora y publica anualmente el INE. La segunda consiste en contrastar el primer y último quintil de renta que proporciona la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), elaborada y publicada cada tres años por el Banco de España.

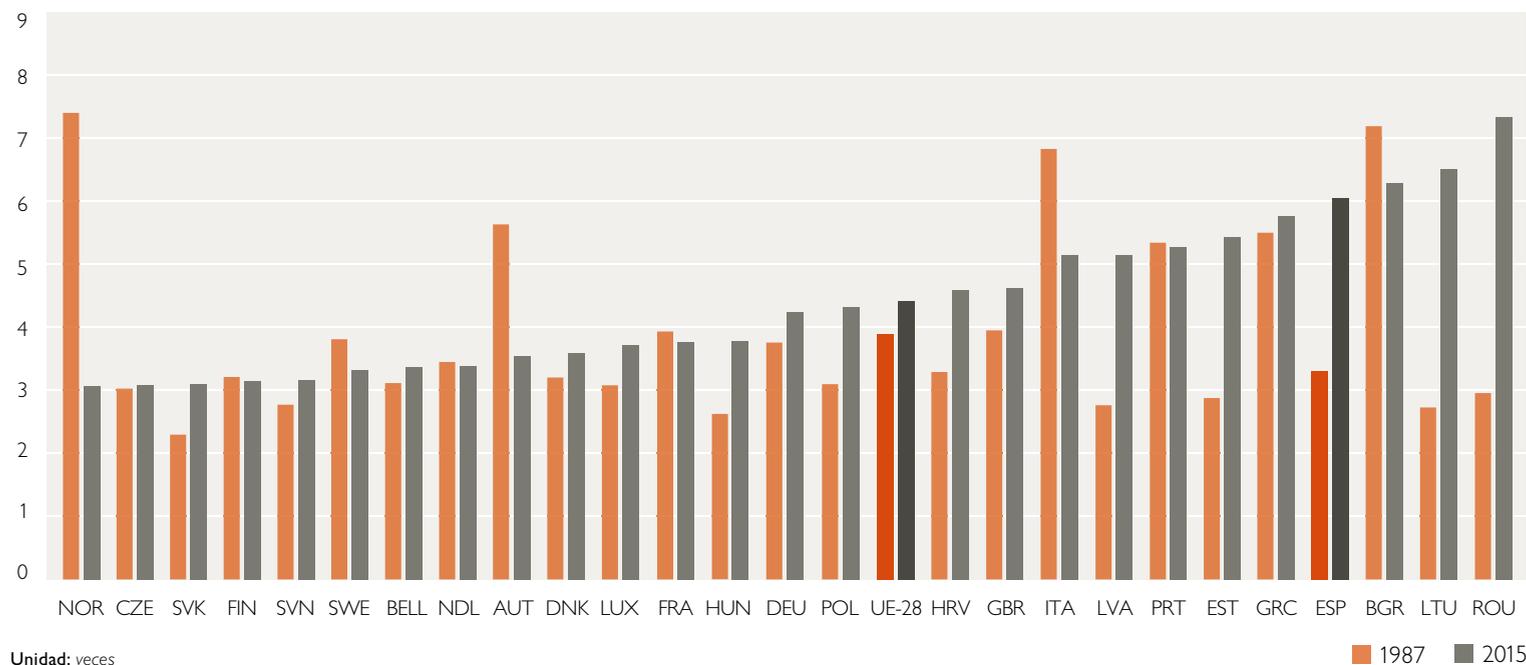
En primer lugar, lo que revela el índice de Gini¹ es que la distribución de la renta en España habría empeorado en los últimos treinta años. Así lo pone de manifiesto la comparativa del nivel en el que se situaba a principios del período analizado y el último dato disponible. Al inicio de la década de los años noventa, el índice de Gini se situó en 25 puntos porcentua-

les, aumentando hasta los 35 puntos con motivo de la crisis del Sistema Monetario Europeo que se desencadenó unos años después. La incorporación de España a la Unión Monetaria y Económica y la recuperación posterior propició una reducción del índice hasta los 31 puntos en los años previos a la última crisis de 2008. Durante la misma, este índice de desigualdad volvió a aumentar y en 2015, último dato disponible, se situaba de nuevo en 34,6 puntos.

Parece claro, según esta evidencia empírica, que la distribución de la renta en España se comporta de manera procíclica; esto es, en épocas de recesión económica la desigualdad aumenta, y en las fases de expansión económica se reduce, lo que no significa que la distribución de la renta sea igualitaria (Ayala, 2014). La comparativa comunitaria ubica a nuestro país entre las peores posiciones del ranking de distribución personal de la renta. Y es que España es uno de los países en los que más se ha ampliado la brecha de desigualdad en la distribución de la renta en el conjunto de estos treinta años analizados. En 1987, era uno de los países europeos con menor desigualdad de la renta, ocupando la posición 11 del ranking de 28 países europeos. Sin embargo, en 2015, es en uno de los que presenta una mayor desigualdad en la distribución de la renta personal; más aún es el que más la ha incrementado en los últimos treinta años.

1. El Índice de Gini toma el valor 0 cuando la distribución de la renta es igualitaria y todos los hogares tienen el mismo nivel de ingresos, y el valor 100 cuando la renta se concentra en un solo individuo y, por tanto, la desigualdad es máxima.

Gráfico 3. Renta concentrada por el quintil 5 respecto a la del quintil 1 en la Unión Europea, 1987 y 2015



Unidad: veces

■ 1987 ■ 2015

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat

No obstante, es importante prestar atención en un segundo nivel de análisis a la distribución secundaria de la renta. Esta muestra cómo se asigna el saldo de rentas primarias por medio de la redistribución, es decir, mediante los impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc., las cotizaciones y prestaciones sociales (excluidas las transferencias sociales en especie) y las otras transferencias corrientes netas (becas, multas, premios de loterías y juegos de azar).

Gracias al Estado de Bienestar que se ha desarrollado también durante este período, la desigualdad en la distribución secundaria de la renta de los hogares es 16 puntos inferior a la que se desprendería de la distribución primaria (antes de transferencias de la Seguridad Social). Aún a pesar de ello, la comparativa europea revela que esta corrección es menor que la observada en otros países con los que España comparte características en su sistema de protección social. Es el caso de los países del sur de Europa (Portugal y Grecia) y los nórdicos (Suecia, Alemania y Dinamarca). En estos países la distribución secundaria de la renta que realiza el Estado vía impuestos y transferencias sociales reduce la desigualdad provocada por la distribución primaria en aproximadamente 11 puntos porcentuales más de lo que lo hace el sistema español.

La segunda métrica que permite analizar la distribución de la renta entre los individuos la ofrece la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), elaborada por el Banco de España cada tres años. Esta encuesta recoge información sobre la

distribución de la renta por quintiles, de tal forma que permite contrastar la renta que concentra el quintil superior (Q5, el 20% de la población con el nivel económico más alto) frente al inferior (Q1, el 20% de la población con nivel económico más bajo).

Del análisis de la ratio Q5/Q1, que se expresa en veces, se obtiene la misma conclusión que con el índice de Gini: el incremento de la renta que ha propiciado la favorable evolución de la economía española durante los últimos treinta años no se ha trasladado de forma equitativa al conjunto de la población española.

Si en 1987 la renta acumulada por el 20% de los hogares con más renta multiplicaba por cuatro la que concentraba el 20% de la población con menos renta, esta relación se amplió hasta siete veces en 1997 con motivo de la crisis de principios de los años noventa. Aunque a partir de entonces, las diferencias entre los extremos poblaciones se recortaron, la última crisis ha traído consigo un nuevo aumento de la desigualdad en la distribución personal de la renta. Prueba de ello es que en 2015, el 20% de los hogares con más renta percibe de nuevo casi siete veces más renta que el 20% con menos ingresos.

La comparación con otros países europeos, tampoco es favorable. La ratio Q5/Q1 de la media europea se situaba próxima a las cinco veces en 2015, mientras que, como se decía con anterioridad, en nuestro país era casi siete veces. España es el tercer país europeo donde más se ha incrementado la desigualdad de la renta entre 1987 y 2015, si se contrastan los

extremos de la población con más y con menos renta. Concretamente, se sitúa en la posición 22 del *ranking* de 28 países.

Renta, riqueza y desigualdad

El incremento y, por otra parte, la desigual distribución de la renta tienen dos claras derivadas socioeconómicas sobre la población. La primera de ellas tiene que ver con la posibilidad de acumulación e inversión en activos de naturaleza real o financiera, lo que se conoce como riqueza o patrimonio de los hogares. La segunda se manifiesta en el grado de avance hacia la inclusión social del conjunto de la población, prioridad comunitaria prácticamente desde los inicios de la constitución de la Unión Europea.

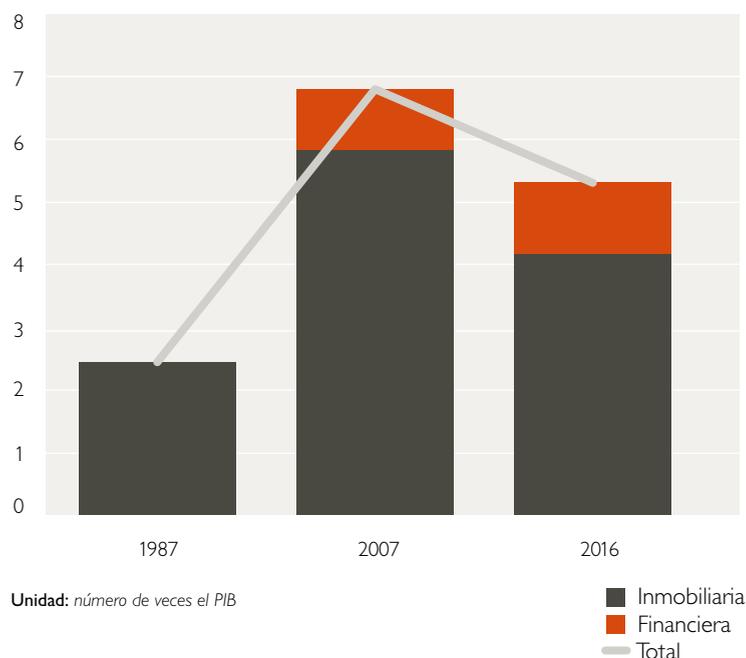
En lo que se refiere a la riqueza, el aumento de la renta en estos últimos treinta años se ha traducido en un incremento significativo del valor del patrimonio de los hogares. Si en 1987² la riqueza acumulada era equivalente a 2,5 veces el PIB, en 2007 dicha magnitud llegó a alcanzar la cifra de 6,8 veces el PIB. Esto es, la riqueza de los hogares en términos relativos al PIB se habría multiplicado casi por tres veces en esas dos décadas. Además de por el incremento de la renta, el aumento de la riqueza de los hogares contribuyó también su preferencia por la vivienda en régimen de propiedad y la revalorización de los precios de los inmuebles que tuvo lugar durante el auge del sector inmobiliario.

Como es conocido, los hogares españoles, a diferencia de los centroeuropeos, han preferido históricamente la propiedad de la vivienda habitual frente al alquiler de la misma, como consecuencia de factores financieros, fiscales, culturales, etc. El porcentaje de *hogares propietarios* pasó del 76,5% en 1987 al 87,1% en 2007. En consecuencia, no es de extrañar que España sea el país europeo en el que mayor peso tienen los activos inmobiliarios sobre la riqueza total de las familias (Afi y Planner-Asprima, 2005).

El incremento de la demanda de vivienda habitual durante estos años y el apetito inversor por este activo real que ofrecía rentabilidades claramente superiores y más estables en el tiempo que los activos financieros (renta fija y variable) retroalimentaron el precio de la vivienda en España, que llegó a crecer a un ritmo medio anual próximo al 10% entre 1987 y 2007, cuando el nivel general de precios lo hacía al 4% anual. Sin embargo, desde 2007, el valor de la riqueza acumulada por los hogares españoles se ha deteriorado significativamente como consecuencia de la intensa corrección de los precios de la vivienda que tuvo lugar entre 2008 y 2013,

2. No hay datos disponibles de la riqueza financiera de los hogares en 1987, pero su modesto protagonismo a lo largo de la historia hace pensar que el agregado no diste mucho de la cifra indicada para la riqueza inmobiliaria.

Gráfico 4. Riqueza de los hogares españoles según su composición, 1987, 2007 y 2016



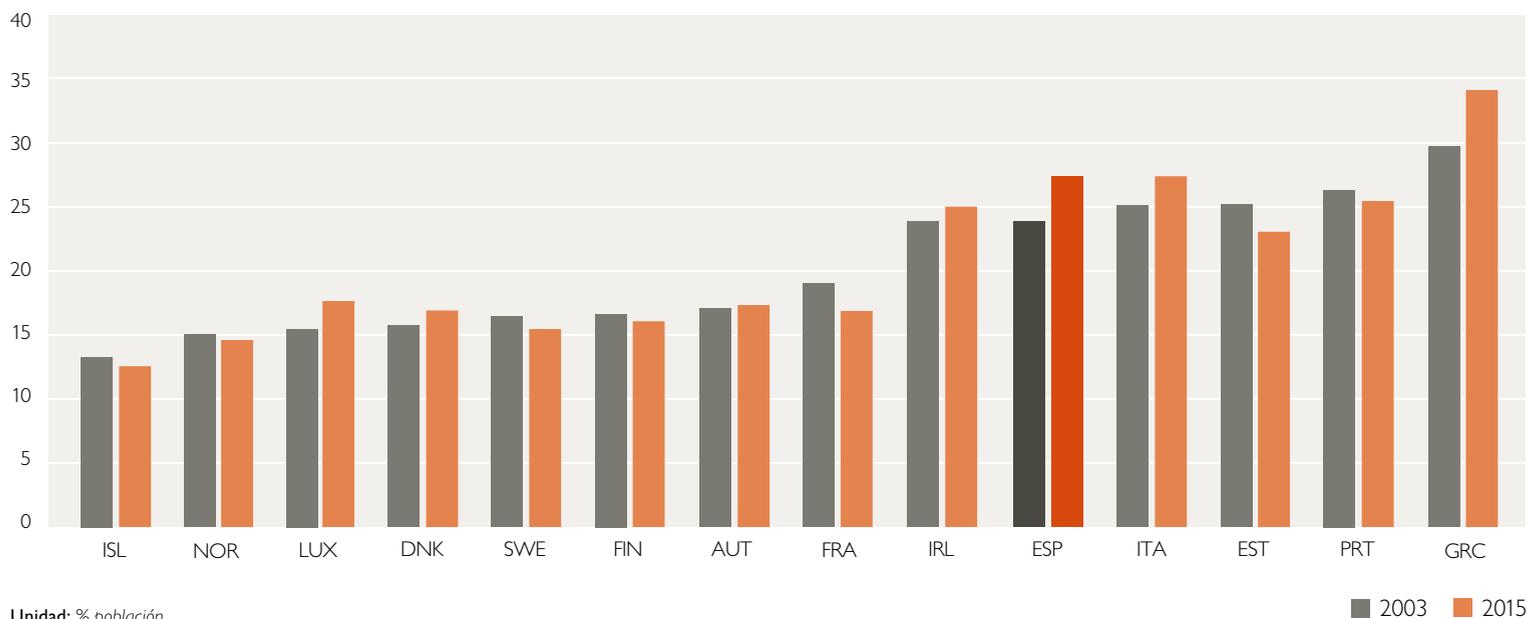
Fuente: elaboración propia a partir de datos de Banco de España

momento en el que se registró el mínimo valor. El ajuste medio en dicho período osciló, según diversas fuentes estadísticas, entre el 30% y 40%. Aunque desde entonces se han encadenado progresivos incrementos de los precios de la vivienda, que se han trasladado a un mayor valor del conjunto de activos inmobiliarios de los hogares, lo cierto es que en 2016 (último dato disponible), la riqueza de los hogares españoles apenas ha logrado volver a situarse por encima de las cinco veces el PIB.

En definitiva, con independencia de la trayectoria que haya seguido a lo largo de estos últimos treinta años, lo cierto es que la riqueza de los hogares españoles se ha multiplicado por dos en el conjunto de este período.

Por lo que se refiere a la distribución de la riqueza de los hogares españoles, conviene destacar que muestra mayor desigualdad incluso que la renta o sus ingresos anuales (Goerlich, 2016). La última Encuesta Financiera de las Familias de 2014 revela que el último percentil de renta acumulaba una riqueza neta de unos 440.000 euros, 3,6 veces más que la mediana. Pero si se analiza la distribución de la riqueza neta, el último percentil presentaba una riqueza próxima a los 790.000 euros, mientras que el 25% de la población apenas contaba con una riqueza neta mediana de 500 euros.

Gráfico 5. Población en situación de pobreza en la Unión Europea, 2003 y 2015



Unidad: % población

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat

La comparativa europea revela sin embargo a una distribución de la riqueza más igualitaria en España que en el resto de países de nuestro entorno. Probablemente se debe a una elevada tasa de propiedad de la vivienda. La menor desigualdad en riqueza respecto a nuestros socios europeos puede deberse al hecho de que este activo se distribuya más uniformemente entre los diferentes estratos sociales que otros activos (como por ejemplo, los financieros), pero también a la composición y tamaño de los hogares españoles (Bover, 2010) o al entorno regulatorio que ha imperado en nuestro país como la fiscalidad, programas de acceso a la vivienda (Chirstelis, Georgarakos y Haliassos, 2013).

Por último, tal y como se avanzaba, la evolución y distribución de la renta tiene consecuencias sobre indicadores de inclusión social, como por ejemplo, la proporción de la población que se encuentra en riesgo de pobreza³. Este indicador es de vital importancia, ya que refleja cómo se beneficia el conjunto de la sociedad del progreso económico que experimenta el país. Precisamente por ello, no sorprende que forme parte de los Indicadores de Desarrollo Sostenible de la ONU y de los Indicadores Europa 2020.

La evolución de este indicador a lo largo de las últimas décadas no ha sido positiva. El incremento de la desigualdad de la distribución de la renta, especialmente, en los últimos diez años,

ha agudizado el problema de la pobreza en España. Según Eurostat, la ratio de pobreza en España ha pasado del 18,1% en 1994 al 22,3% en 2016. Es decir, en poco más de veinte años hay un 4,2% más de personas en esta situación de exclusión social. En la comparativa europea, España es el segundo país –de entre los países analizados– después de Grecia, en el que más se ha incrementado la población en riesgo de pobreza relativa en el período que comprende entre 2003 y 2015

Factores determinantes de la desigualdad en la distribución de la renta: el mercado de trabajo

El aumento de la renta de los hogares, pero también de la desigual distribución de la misma a lo largo de los últimos treinta años ha generado problemas de índole social y también económica que sería deseable corregir. Para ello, es necesario realizar, en primer lugar, un diagnóstico de los determinantes de la distribución primaria de la renta, para definir después las políticas económicas más adecuadas, para corregir las desigualdades que afloran.

Desigualdad entre parados y ocupados

Como se analizó en otros capítulos de este libro, la principal fuente de la renta de los hogares la constituye la remuneración del trabajo, que representa alrededor del 70% del total de sus ingresos anuales. La situación del mercado laboral, por lo tanto, es el principal determinante de la distribución

3. Siguiendo el criterio de Eurostat, la población en situación de pobreza es aquella cuyo nivel de renta bruta disponible (después de transferencias de la Seguridad Social) se sitúa por debajo del 60% de la mediana de renta.

de la renta de los hogares. En este sentido, hay que tener en cuenta que dicho mercado ha protagonizado otro de los cambios más relevantes de la economía española en las tres últimas décadas. El extraordinario crecimiento demográfico analizado en el anterior capítulo de este libro, se ha traducido en un aumento del 31% desde 1987 hasta 2016 de la población en edad de trabajar (más de 16 años). Esto, junto con el incremento en casi 10 puntos porcentuales de la tasa de actividad (en 2016 se aproximaba al 60%), ha impulsado la población activa hasta los casi 23 millones de trabajadores. Sin embargo, la situación de actividad de los mismos, esto es, si el trabajador está ocupado o parado, prácticamente no ha cambiado desde 1987. En 2016, la tasa de paro se situó en el entorno del 20%, muy similar al nivel en el que se encontraba justo en el momento de la creación de Afi.

Es muy ilustrativo observar la relevancia del desempleo como indicador de la desigualdad en la distribución de la renta en España. En el período 1990-2015, la tasa de paro española explica un 75% de la varianza del índice de Gini. O dicho de otra forma, gran parte de la desigualdad en España viene explicada por el porcentaje de la población activa que se encuentra en desempleo. Así, cuando la tasa de paro se incrementa, la desigualdad en la distribución de la renta también lo hace.

La correlación entre tasa de paro y la desigualdad en la distribución de la renta es muy elevada en España. Los trabajadores que pierden su empleo sufren, por lo general, una merma del orden del 40% de la renta percibida con anterioridad. Si este colectivo aumenta y se compara con las rentas obtenidas por los trabajadores que siguen ocupados, entonces no es extraño observar que aumente la desigualdad en la distribución de la renta.

Según la última Encuesta de Condiciones de Vida del INE relativa a 2016⁴, alrededor de un 40% del colectivo de desempleados es considerado en riesgo de pobreza relativa, frente al 12% de los ocupados. Dentro de los primeros, destacan los parados de larga duración o aquellos que llevan en esta situación más de un año (en 2016, representan más de la mitad de los desempleados), pues son los que tienen una menor probabilidad de reincorporarse al mercado laboral (Afi y Asemplo, 2016) y han sufrido una mayor disminución de la cuantía de la prestación por desempleo (distribución secundaria de la renta) cuando no la extinción de la misma.

Esta situación de desigualdad de los desempleados respecto a los ocupados sería más grave de no ser por las prestaciones

públicas (contributivas y asistenciales) que el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) provee para compensar la ausencia de remuneración salarial. La cobertura pública por desempleo, aunque no ha abarcado al conjunto de la población parada (en media durante los últimos treinta años se ha situado en el 56,7%), ha ido adquiriendo cada vez más importancia, no solo por el aumento del desempleo, sino también como consecuencia del reforzamiento del Estado del Bienestar. Desde principios de los años noventa hasta 2016, el Estado ha incrementado un 50% su gasto en prestaciones por desempleo. En términos de gasto medio por persona en paro, esta prestación pasó de situarse en torno a 1,3 veces el Salario Mínimo Interprofesional (SMI) a principios de los noventa hasta alcanzar un máximo de 1,9 veces el SMI en 2003. En 2016, en cambio, ha vuelto a situarse en torno al SMI.

Desigualdad entre ocupados

La brecha existente entre los desempleados y los ocupados no es la única que determina la dispersión de rentas en el mercado de trabajo español. La desigual distribución de la renta también tiene su origen en una diferente remuneración de los trabajadores.

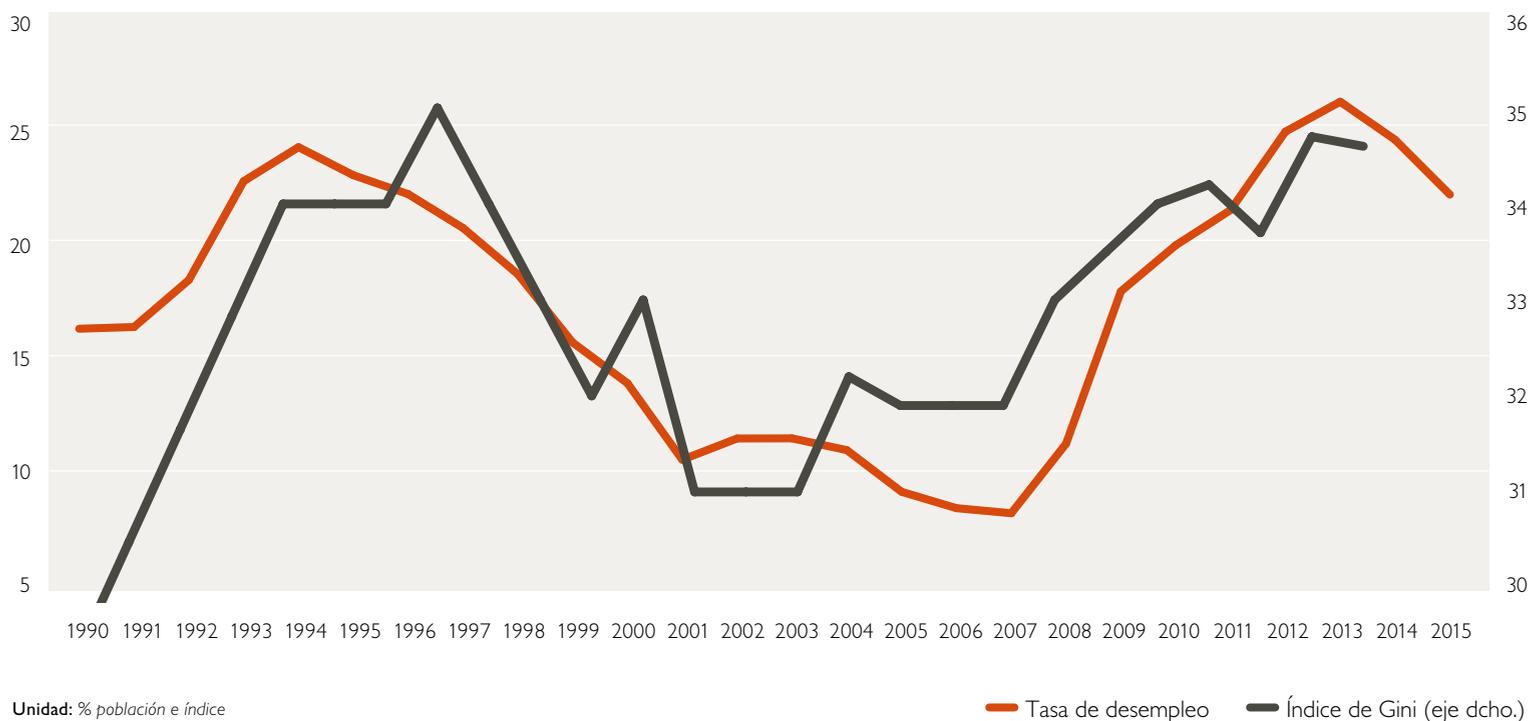
A través del análisis de los microdatos de salarios de la Encuesta de Población Activa del INE correspondiente a 2015 (último dato disponible), la ocupación o el tipo de tareas desempeñadas por el empleado explican en gran medida las diferencias salariales existentes entre los ocupados. Así, un trabajador que desempeñe una posición avanzada, como puede ser la de director o gerente, percibe, en media, un 50% más de salario que una persona que desarrolla tareas básicas en su puesto de trabajo, como pueden ser las de los servicios de restauración y personales, las de los operadores de instalaciones, los montadores u otras ocupaciones de carácter elemental.

Otras variables explicativas de la desigualdad de los salarios, por orden de importancia, son la duración de la jornada laboral, el tamaño de la empresa, la responsabilidad que acarrea el puesto de trabajo, la situación profesional o el género.

Pero una de las más relevantes en la determinación de los salarios tiene que ver con el capital humano acumulado o adquirido a lo largo de la carrera profesional de los trabajadores. En línea con esta variable, se encuentran indicadores como la antigüedad en la empresa, la edad del trabajador y el nivel de formación completado. Los dos primeros implican una mayor experiencia en el puesto de trabajo a la que, habitualmente, se asocia una mayor remuneración salarial, pero son variables que siempre han estado presentes en la estructura retributiva de los trabajadores. El aspecto determinante de los salarios que ha supuesto un cambio estructural en los últimos treinta años tiene que ver con el nivel de formación de los trabajadores.

4. Los datos de renta y, por tanto, la proporción de población que se estima que está por debajo del umbral de pobreza hacen referencia al año 2015.

Gráfico 6. Evolución de la tasa de desempleo y el índice de Gini en España, 1990-2015



Unidad: % población e índice

— Tasa de desempleo — Índice de Gini (eje dcho.)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE, Banco Mundial

El desarrollo del sistema educativo español a lo largo de estos años no solo ha extendido la educación a toda la población española, sino que también ha ampliado la fase educativa hasta edades más avanzadas. Prueba de ello es que los ocupados con nivel educativo bajo (analfabetos o que solo han completado la educación primaria) han pasado de representar casi el 60% de los trabajadores en 1987 a menos de un 7% en 2016, mientras que los que han completado la educación universitaria se ha multiplicado por cinco veces en el mismo período de tiempo, hasta suponer algo más de la mitad de los ocupados en 2016. Igualmente, la edad a la que se finalizan los estudios, como se veía en el capítulo anterior, ha pasado desde el entorno de los 16 años a mediados de los años noventa hasta los más de 20 años en 2016.

En definitiva, este proceso de incremento del nivel educativo de los trabajadores constituye una de las vías para reducir la brecha salarial existente entre los trabajadores, siempre y cuando se empleen en el desempeño de los puestos de trabajo para los que están orientados. De lo contrario, surgiría otro fenómeno de desajuste del mercado de trabajo, que es bien conocido en el caso español, sobrecualificación de los ocupados (Afi y Asemplo, 2017).

Conclusiones

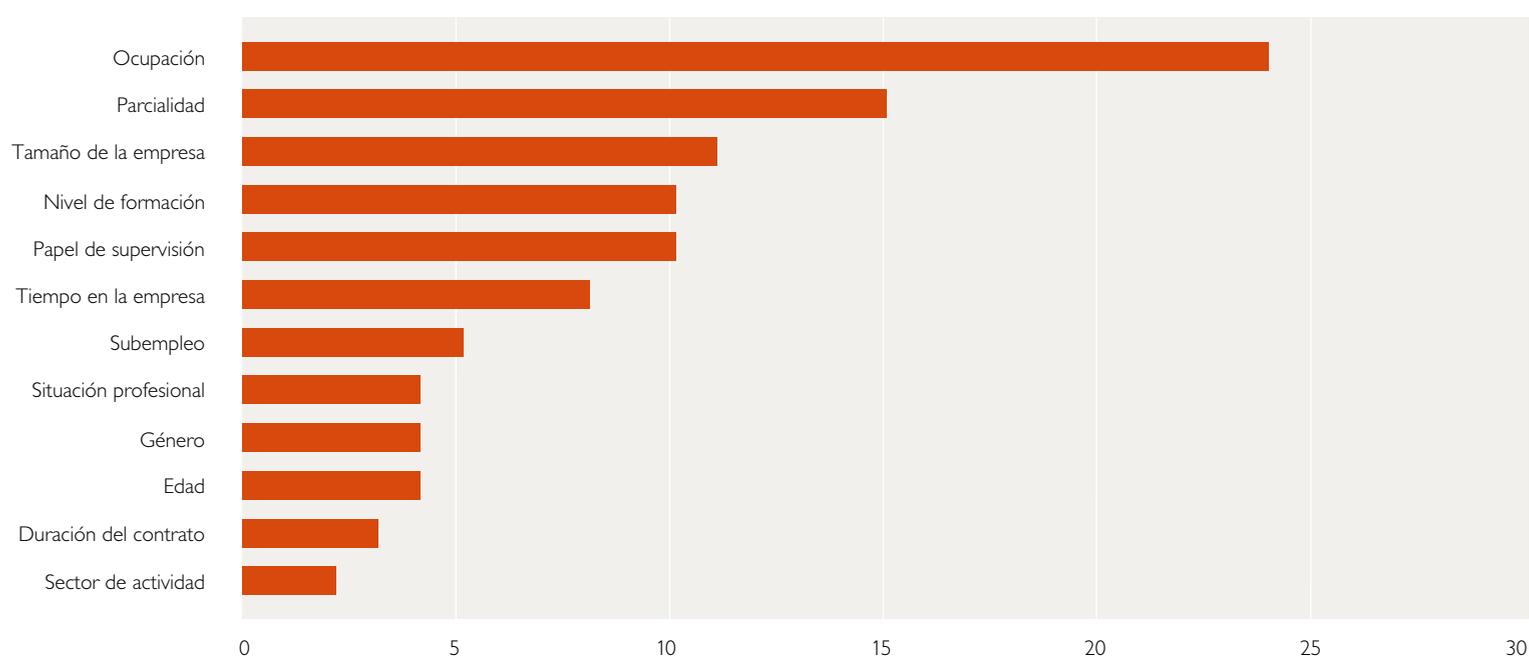
El nivel de vida de los hogares españoles ha mejorado sustancialmente, siendo un 26% mayor que hace 22 años. No obstante, este aumento de la renta ha ido acompañado de una mayor desigualdad.

La desigualdad de la renta en España se comporta de manera procíclica, esto es, en épocas de recesión económica la concentración de la renta en los estratos de población con más renta se acentúa en detrimento de los estratos con menos renta. El desarrollo del Estado de Bienestar, a través de las transferencias sociales y los impuestos, ha logrado reducir la desigualdad en la distribución primaria de la renta, pero quizás no tanto como otros países europeos con los que España comparte características de protección social.

El aumento de renta ha venido acompañado de un incremento de la riqueza de los hogares que está materializada, principalmente, en activos inmobiliarios. Sin embargo, la desigualdad ha generado al mismo tiempo un aumento de la población en riesgo de pobreza.

Una de las fuentes principales de renta la constituye la remuneración del trabajo. La situación que atraviese el mercado de

Gráfico 7. Relevancia en la capacidad explicativa de cada variable en la diferencia salarial de los ocupados



Unidad: % total

Fuente: elaboración propia a partir de datos de INE

trabajo es determinante en la distribución primaria de la renta, esto es, a mayor tasa de paro, mayor será la desigualdad en la distribución primaria de la renta. Igualmente, entre los ocupados también existen diferencias salariales con motivo de las diferentes tareas desempeñadas, el tamaño de la empresa en la que trabajan o el nivel de formación completado.

Los retos de la economía española requieren seguir aumentando la renta de los hogares, ya que de ella depende el progreso económico de la sociedad, pero no menos que éste sea lo más inclusivo posible, es decir, reduciendo la desigualdad en la distribución primaria de la renta cuyo deterioro ha sido evidente durante la década de crisis reciente.

Bibliografía

Afi y Aempleo (2016): “El empleo temporal es la llave de acceso a la ocupación de los parados”, *Boletín AML Afi-Aempleo*, Nº. 106, mayo, Monográfico, pp. 5-7.

Afi y Aempleo (2017): “Los sobrecualificados han crecido un 12% desde 2013”, *Boletín AML Afi-Aempleo*, Nº. 115, febrero 2017, Monográfico, pp. 5-7

Afi, Planner-ASPRIMA (2005): Estudio planner-asprima. *El mercado inmobiliario español: oportunidades y retos*, Grupo Planner.

Ayala Cañón, L. (2014): *Desigualdad y pobreza en España en el largo plazo. La continuidad de un modelo*. Documento de Trabajo número 2.1, Fundación Foessa (Fomento de Estudios Sociales y de Sociología Aplicada).

Bover, O. (2010): “Wealth inequality and household structure: U.S. vs. Spain”, *Review of Income and Wealth* 56, Nº. 2, junio, pp. 259-290.

Christelis, D. ; Georgarakos, D.; Haliassos, M. (2013): “Differences in Portfolios across Countries: Economic Environment versus Household Characteristics”, *Review of Economics and Statistics*, volumen 95, marzo, pp. 220-236.

Goerlich Gisbert, F. J. (2016): *Distribución de la renta, crisis económica y políticas redistributivas*, Fundación BBVA.

Malo de Molina, J. L. (2005): *Una larga fase de expansión de la economía Española*, Documento Ocasional número 0505, Banco de España.





Transformación digital y tecnológica

Ana Domínguez
Pablo Hernández



A pesar del retraso tecnológico secular de España, la inserción en la comunidad internacional y el crecimiento económico acumulado durante las últimas tres décadas han permitido su acercamiento a los parámetros de desarrollo de sus países vecinos. En este período, la extensión de las TIC ha configurado un nuevo esquema de relaciones económicas y sociales a escala global, y es difícil precisar el alcance disruptivo que tendrán las nuevas oleadas tecnológicas asociadas a Internet y a la digitalización. No obstante, su vertiente transformadora ya se está manifestando de manera muy apreciable tanto en la estructura de los mercados y los sectores productivos tradicionales como en los patrones de consumo.

España se enfrenta en la actualidad al doble reto de adaptarse de manera dinámica al progreso tecnológico y extender los beneficios del mismo de manera equilibrada en un contexto de creciente desigualdad. El éxito dependerá en buena medida de cómo se articulen las diferentes políticas públicas, que deberán incidir sobre aspectos tales como el capital humano tecnológico y la recualificación, la brecha digital, la innovación o el marco regulador.

La transición hacia la *Sociedad de la información* en España

En 1987, la economía y la sociedad españolas atraviesan un proceso de intensa modernización. No sin dificultades, pues al problema del desempleo, huelgas y disturbios estudiantiles, se le añaden los estragos del terrorismo y las resistencias al desmantelamiento de vetustas estructuras que lastran los avances sociales.

En lo que concierne a las Tecnologías de la Información y la Comunicación¹ (TIC) –que constituyen uno de los ejes de la incipiente *Sociedad de la Información*²– son también años de profundas transformaciones, especialmente gracias a la adhesión de España a la Comunidad Económica Europea (1985). Un acontecimiento que permitió la llegada de un elevado volumen de inversiones, de las que una parte se destinó a renovar e incrementar la dotación de capital TIC de la estructura productiva. Por otra parte, constituyó un hito determinante para la liberalización de las telecomunicaciones, de cara a su integración en el mercado común. Por aquel entonces, la Compañía Telefónica Nacional de España (CTNE) mantenía todavía el monopolio regulado en la red, y la telefonía fija vertebraba los intercambios de información a distancia, junto a la mensajería ordinaria y el *fax* analógico.

Cuadro 1. Importancia del capital TIC con respecto al total del capital productivo

Países	198-1990	1990-1995	1995-2000
EE.UU	2,8	4,3	6,3
Alemania	1,9	2,7	3,4
Francia	1,1	1,6	2,3
España	1,3	2,0	2,6
Suecia	1,9	2,7	4,4
Italia	1,8	3,0	4,1
Reino Unido	1,4	2,5	4,4
UE-15	1,6	2,3	3,3

Unidad: %

Fuente: Martínez, Rodríguez y Torres (2008)

1. Las TIC es el acrónimo que describe la convergencia tecnológica de la electrónica, el *software* y las infraestructuras de telecomunicaciones.
2. Yoneji Masuda, define en *La Sociedad de la Información como sociedad post-industrial* (1980), la sociedad del futuro como aquella que crece y se desarrolla alrededor de la información y el conocimiento, que pasan a ser el factor clave de producción, relegando a un segundo plano a los tradicionales.

Cuadro 2. Líneas telefónicas y dotación de ordenadores, 1998

Países	Líneas telefónicas	Ordenadores
EE.UU	n.d	58
Alemania	58	33
Francia	59	30
España	41	15
Italia	45	18
Reino Unido	n.d	32
UE-15	n.d	28

Unidad: número por cada 100 habitantes

Fuente: Mas y Quesada (2005)

No sería hasta 1996, coincidiendo con el incipiente desarrollo de Internet, cuando tenga lugar dicho proceso de liberalización en España.

Así, en la década que cierra la centuria, España avanza en la incorporación de las TIC, solventando al menos en parte el notable retraso que exhibe en relación con otros países del entorno, y por supuesto respecto de países líderes como EEUU o Reino Unido.

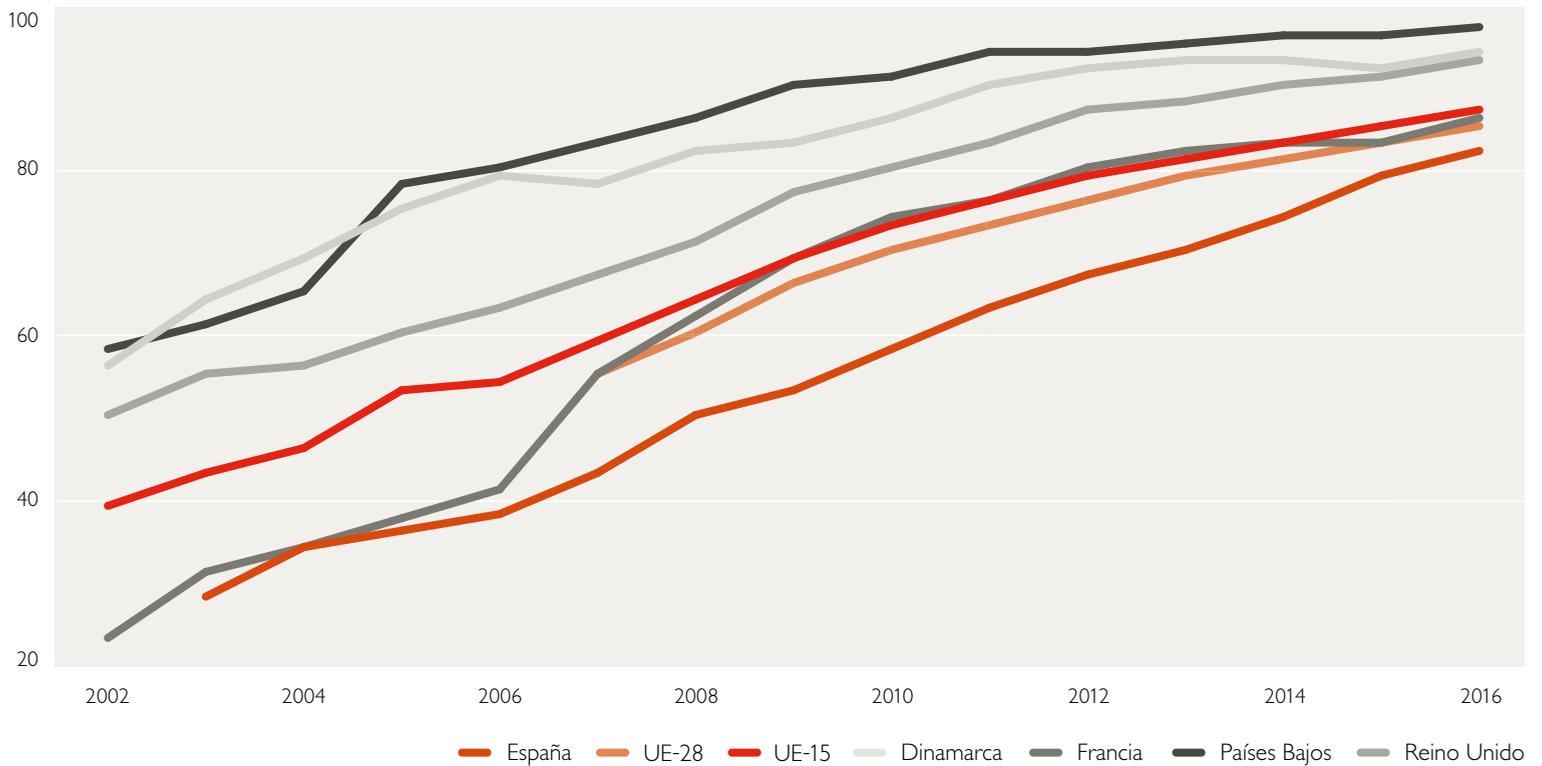
El avance de las TIC y el uso de Internet en los hogares. Atraso relativo y brecha digital

Durante la década de los 2000, se extiende la telefonía móvil entre la población, así como crece la dotación de ordenadores en los hogares gracias, entre otros motivos, al progresivo abaratamiento de los bienes TIC y al crecimiento de la renta per cápita (en términos reales, entre 1995 y 2005 creció más de un 30%). No obstante, a pesar de la extensión de esta infraestructura básica de telecomunicaciones, en el uso de las tecnologías de la información –básicamente, Internet– el rezago español es ostensible si se compara con la media de la UE. Así, en 2005, cerca del 70% de los hogares seguía sin tener acceso a Internet, cuando la media de la UE era ya menor del 50% y en países como Dinamarca o Países Bajos inferior al 30%.

El factor geográfico, la edad y las diferencias en el nivel educativo de la población –que explican en buena parte otro condicionante adicional, el nivel de renta– han impuesto restricciones a la expansión en el uso de Internet. No obstante, la brecha³ digital en el uso de la tecnología debido a estos condicionantes no es un rasgo específico de los hogares

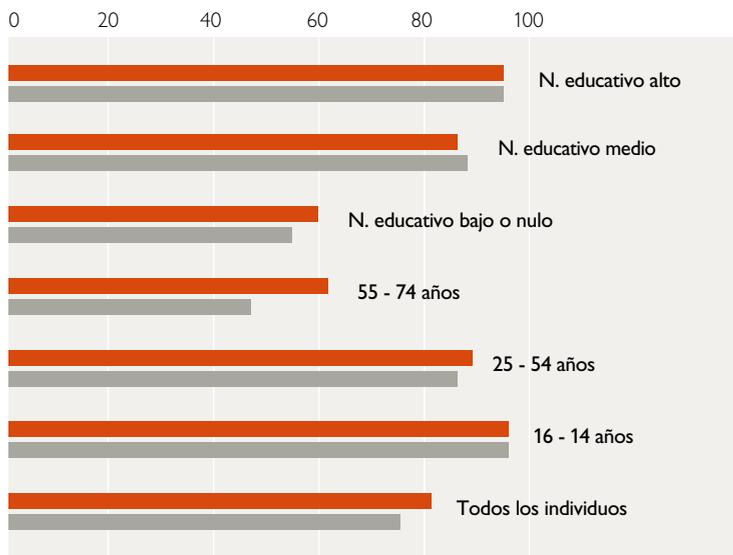
3. Mientras el 96,8% de los españoles entre 16 y 24 años utilizan con frecuencia Internet, aquellos de edades comprendidas entre 65 y 74 años no alcanzan el 35% en 2016. No obstante, se ha venido reduciendo la brecha digital, pues hace una década el porcentaje de estos últimos, que había utilizado al menos una vez a la semana Internet en el último trimestre, apenas superaba el 5%.

Gráfico 1. Evolución del porcentaje de hogares con acceso a Internet, por países



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat

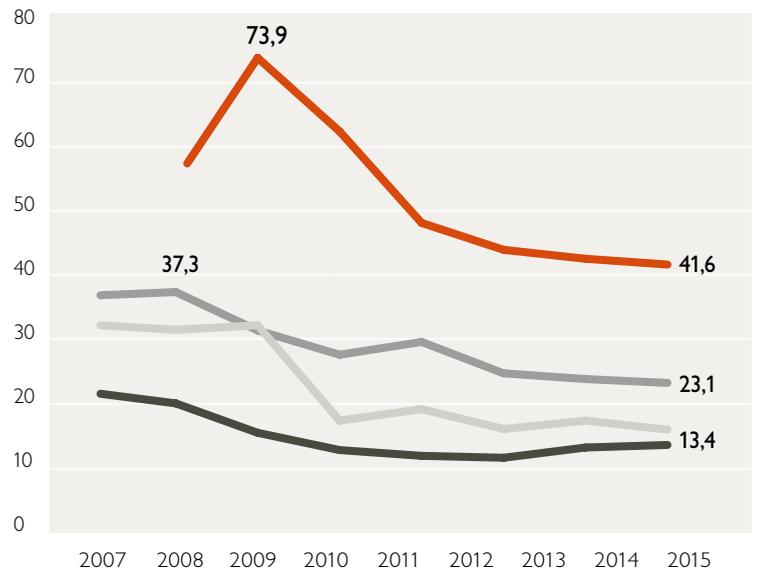
Gráfico 2. Usuarios de Internet por edad y nivel educativo, 2016



Unidad: % de individuos (Frecuencia de acceso, al menos, semanal)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat

Gráfico 3. Precio mensual mínimo del acceso a Internet a través de banda ancha en los hogares



Unidad: euros en PPA, 2007-2015

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat

Cuadro 3. Indicadores de digitalización en el ámbito empresarial, 2002-2016

Países	Empresas con acceso a Internet (% sobre total)			Empleados usando ordenador con acceso a Internet (% sobre total)			Empresas que venden por Internet* (% sobre total)			Pymes que disponen de página web (% sobre total)		
	2002	2008	2016	2003	2008	2016	2003	2008	2016	2003	2012	2016
Alemania	84	95	98	29	46	60	11	n.d	26	n.d	82	89
España	82	96	98	27	42	58	2	13	19	n.d	68	74
Italia	74	94	98	24	32	48	3	4	8	n.d	64	71
Países Bajos	85	99	100	35	56	68	19	30	16	n.d	83	88
Portugal	69	94	98	18	29	42	4	21	19	n.d	51	63
Reino Unido	74	94	95	n.d	46	61	n.d	33	19	n.d	81	83
Suecia	95	96	99	50	60	n.d	14	21	27	n.d	89	90
UE-15	80	95	98	29	44	58	9	19	19	n.d	73	79

*Las ventas a través de comercio electrónico suponen al menos el 1% de la facturación.

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat

españoles, sino que es un patrón que se reproduce de manera bastante apreciable en el conjunto de la UE-15. Quizá, el principal factor discriminante que explica este *gap* son las tarifas de acceso de banda ancha –que han sido sensiblemente más elevadas en España– así como la menor renta per cápita (representa el 86% de la media de la UE-28).

El progresivo avance de la digitalización de las actividades de comercio y servicios y el abaratamiento de los dispositivos –teléfonos móviles, *tablets*, etc.– así como de los costes de acceso a Internet han permitido una cierta convergencia de los hogares españoles a los de países europeos más aventajados, como Dinamarca o Países Bajos (la distancia con estos países se ha reducido en más de 20 puntos porcentuales entre 2002 y 2016). En la medida en que el uso de internet aumenta su utilidad de manera creciente conforme aumenta la red de conectados (ya sean empresas, hogares o administraciones públicas), se diluye el *efecto de no necesidad* que explicaría por qué, en 2005, un 70% de los hogares⁴ que no disponía de Internet no lo consideraba imprescindible.

La difusión de las TIC en el ámbito empresarial y su peso en la economía española. Luces y sombras

La incorporación de las TIC ha sido mucho más sobresaliente en el tejido empresarial. En prácticamente todos los indicadores que permiten aproximar tanto la disponibilidad de

infraestructura de conexión como el uso de Internet se observa un claro alineamiento a la media europea. Si bien existe un cierto distanciamiento con respecto al *club* de países de mayor liderazgo en algunos indicadores.

Sin embargo, el talón de Aquiles de la economía española en materia TIC es su posición como productor. En efecto, la oferta de bienes y servicios TIC se encuentra sensiblemente por debajo de la media europea, a juzgar por su participación en el producto total. Una participación que, además, se ha reducido desde el 3,8% del PIB a principios del s. XXI al 3,1% en 2014⁵.

Posiblemente, el exceso de acumulación de capital en el sector residencial entre 1996 y 2007 –derivada del *boom* inmobiliario y la generación de expectativas de revalorización de estos activos en el corto plazo– tuvo un considerable coste de oportunidad en términos de las inversiones que podrían haberse dirigido a favorecer el desarrollo de manufacturas TIC, *software* u otras tecnologías que permitieran alimentar la participación de estas actividades en el PIB y el empleo agregados. Una dinámica que seguramente haya influido también en la menor capacidad de extender efectos *spillover* en el resto de actividades productivas.

Por otra parte, se constata una menor difusión de las nuevas tecnologías asociadas al *e-business* en las empresas españolas. Los nuevos desarrollos tecnológicos exigirán con seguridad que

4. Encuesta de Tecnologías de la información en los hogares (INE, 2005)

5. Eurostat (2017).

el tejido de pymes se adapte a usos tan básicos hoy día como disponer de página web o generalizar el *e-commerce*.

Ambos factores han debido contribuir, entre otras razones, al bajo perfil de avance tanto de la productividad del trabajo⁶ en España como de la Productividad Total de los Factores (PTF), en cuanto dichas herramientas permiten una mayor eficiencia de los procesos productivos.

Una nueva realidad económica, social y tecnológica

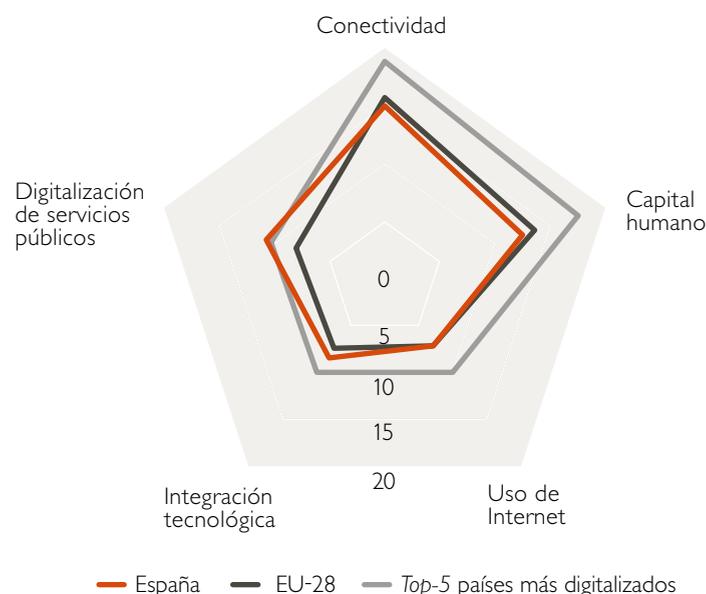
Los sucesivos episodios de recesión económica que azotaron España entre 2008 y 2013 eclipsaron de alguna manera la llegada de nuevas oleadas globales de progreso tecnológico asociadas a la digitalización. Así, mientras se agotaron las fuentes del crecimiento de la economía española, las TIC han seguido acumulando innovaciones de gran alcance, como las plataformas, la computación en la nube, la inteligencia artificial, o el propio Internet móvil.

El avance de la llamada *economía digital* ha modulado a gran velocidad las relaciones económicas y sociales en esta década. La producción depende crecientemente del conocimiento y la innovación, donde Internet es la figura central que articula esta *nueva economía*. La descentralización de la información y su ubicuidad permite el surgimiento de modelos de negocio y patrones de consumo que resquebrajan la estructura y la organización productiva tradicional, así como transforman la manera en que se relacionan los individuos. En este sentido, los datos ocupan ahora un lugar central para, entre otros, mejorar la experiencia del usuario, que pasa a estar en el centro de las relaciones económicas. A ello ha contribuido de manera determinante la expansión de las redes sociales y la multicanalidad, y su papel más activo en los mercados.

A pesar de que la crisis puso de manifiesto muchas carencias de la economía española, no debería cundir el pesimismo en cuanto a la adaptación y el desarrollo de la digitalización. España ocupa el puesto 14 en el *Digital Economy and Society Index (DESI)* de la UE, un indicador que condensa una serie de variables clave en el ámbito de la sociedad de la información. Si bien se sitúa alejada de los países a la vanguardia (top 5⁷), se encuentra muy alineado a la media europea (UE-28, puesto 16), habiendo escalado varios peldaños en los últimos años.

Sin embargo, muestra deficiencias apreciables en los ámbitos de capital humano, uso de internet y conectividad, reflejo de

Gráfico 4. Posición de España en el *The Digital Economy and Society Index (DESI)*, 2017



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat

un tejido productivo con baja presencia de oferta digital y de la persistencia de una cierta brecha digital, alimentada por las diferencias en el nivel educativo y la ausencia de políticas públicas de inserción.

Estructura de los mercados y transformación sectorial

La capacidad de la tecnología digital y de Internet para compartir, almacenar y analizar a coste marginal prácticamente nulo una corriente abundante y creciente de información (*big data*) es la palanca de transformación de las actividades productivas.

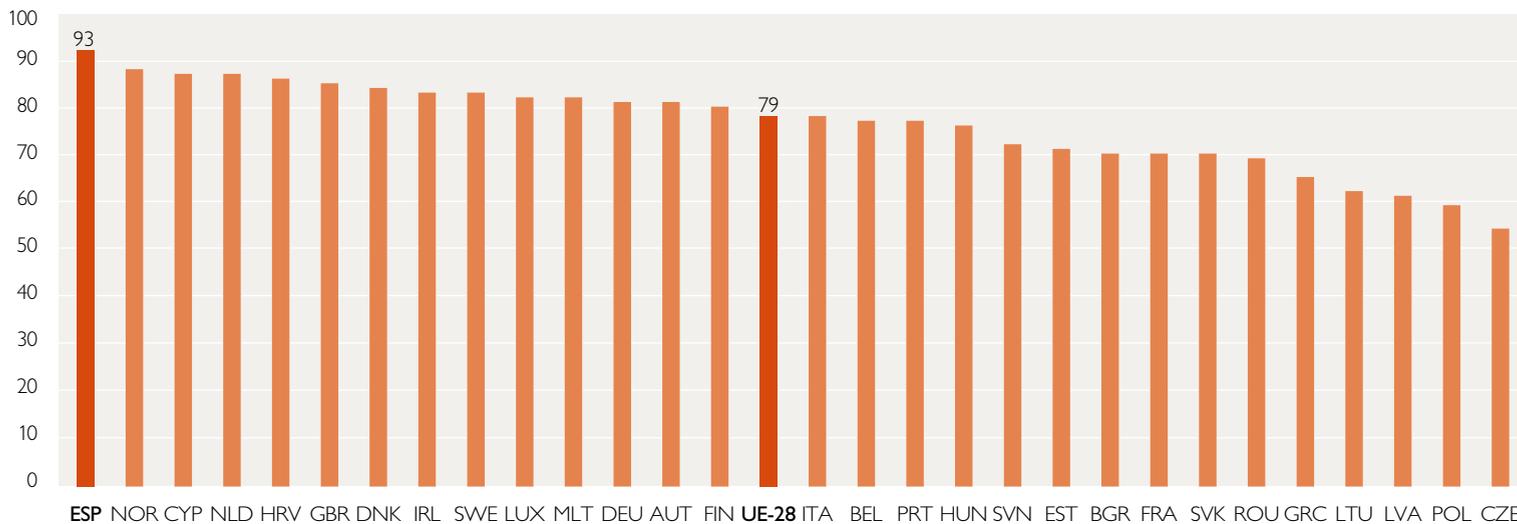
En la medida en que los mercados difunden información —a través de los precios, características de los bienes y servicios y las decisiones que toman los agentes— y ésta tiene entre sus atributos la no rivalidad, su mayor abundancia y disponibilidad al público permite reducir costes de transacción, al tiempo que elimina en muchos casos problemas derivados de ventajas informativas. Así, las barreras de entrada basadas en la información tienden a desaparecer, fomentando una mayor tensión competitiva en los mercados derivada del surgimiento de nuevos agentes e innovaciones, así como por la mayor disciplina que introduce en los operadores tradicionales la mayor *contestabilidad*.

Los sectores más intensivos en información, como el de medios de comunicación, el audiovisual o de servicios financieros, han sido rápidamente transformados. Pero también el comercio de bienes físicos, el transporte o el alojamiento están sufriendo profundos cambios estructurales.

6. En el caso español, un estudio llevado a cabo por Afi en el marco del Observatorio ADEI encontraba evidencia de que la plena digitalización empresarial podría redundar en un crecimiento de la productividad del trabajo del 1,7%.

7. Dinamarca, Suecia, Finlandia, Países Bajos y Luxemburgo.

Gráfico 5. Internautas que acceden a Internet a través del móvil o *smartphone*, 2016



Unidad: % de usuarios de Internet en los 3 últimos meses (Frecuencia de acceso, al menos, semanal)

Fuente: Eurostat

No obstante, el surgimiento de nuevos *players* líderes (fundamentalmente plataformas que operan en mercados bilaterales o multilaterales), que desplazan a los viejos operadores, y que pueden erigir nuevas barreras de entrada, apoyadas en las economías de red, no dejan de constituir un importante desafío para las autoridades reguladoras.

El auge de la *economía colaborativa*

La generalización de Internet ha favorecido el creciente uso de las redes sociales y el intercambio de información y contenidos entre usuarios. En este contexto, han florecido nuevos modelos de negocio basados en el consumo colectivo y la producción colaborativa. Un fenómeno que se basa en la puesta en contacto entre particulares a través de *redes distribuidas* (las denominadas *peer to peer* o P2P) para intercambiar o compartir bienes y servicios.

Las plataformas de *economía colaborativa* permiten optimizar el *matching* entre necesidades de los consumidores y los recursos disponibles, contribuyendo a reducir la infratilización de bienes o activos ociosos. Asimismo, en contraposición al modelo tradicional, mejoran la transparencia de las transacciones gracias a la mayor trazabilidad digital y contribuyen a aliviar problemas sociales y medioambientales –contaminación, exclusión y pobreza, etc. (Hamari et al., 2015)– gracias un consumo más sostenible.

En España la *economía colaborativa* es relativamente reciente, desarrollándose en paralelo a la segunda recesión económica, y apoyada por la destacada penetración de los dispositivos

móviles⁸ (con conexión a Internet y sistemas GPS) y las redes sociales⁹. Actualmente, casi uno de cada tres usuarios de Internet ya utiliza alguna plataforma de economía colaborativa, según la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC).

Los consumidores ocupan una posición central en la era digital

Los nuevos modelos de negocio aportan mejoras vinculadas a la variedad, la innovación y la calidad de la oferta de productos y servicios, reducciones de precios y mayor flexibilidad de uso y acceso a los mismos. Ello ha sido posible gracias a la aparición de nuevos operadores, la mayor explotación de economías de escala y la minoración de los costes de transacción. Además, el consumidor es puesto ahora en el centro de las estrategias de comercialización de unos bienes y servicios cada vez más personalizados, gracias a la creciente analítica de datos.

A su vez, la ubicuidad en el acceso a la información que permite Internet móvil y la eliminación de las barreras horarias en múltiples servicios permite adaptar mejor su consumo a sus preferencias espacio-temporales, reduciendo el *schedule delay*¹⁰.

8. España es el país de la UE con mayor tasa de internautas que acceden a Internet a través del teléfono móvil o *smartphone* (93% de los que han utilizado Internet en los últimos tres meses), superando en catorce puntos porcentuales la media europea (Eurostat, 2016)

9. Un 67% de los españoles entre 16 y 74 años hacen uso de redes sociales (INE, 2016)

10. El *schedule delay* es un concepto muy empleado en economía del transporte, y se refiere al tiempo perdido entre lo que desearía el usuario y el tiempo fijado de salida o llegada en un determinado modo de transporte.

Otro cambio apreciable en el patrón de consumo, es el que tiene que ver con el tránsito de esquemas de adquisición y propiedad hacia otros de disfrute temporal. En ellos, además, los consumidores obtienen ciertos intangibles vinculados a la construcción de comunidades y una minoración de los costes, pues el pago queda ligado al uso efectivo.

El horizonte de la digitalización y el reto de garantizar un progreso tecnológico inclusivo

A los avances acumulados hasta el momento por la revolución digital, le seguirán en el futuro más inmediato el desarrollo de sistemas autónomos, asociados a la inteligencia artificial y el aprendizaje automático, apoyados en algoritmos avanzados alimentados con datos masivos (*big data*).

El horizonte de la economía digital exige el replanteamiento de la relación hombre-máquina, transitando hacia un esquema de mayor cooperación entre ambos, en un contexto de gran conectividad. Las *cosas inteligentes* y conectadas, como los robots y los drones, permiten ya la realización de tareas y la toma de decisiones complejas por éstos en ámbitos antes dominados por el ser humano. Asimismo, la realidad virtual y la realidad aumentada, por su parte, están abriendo nuevas posibilidades a la interacción entre individuos, y entre estos y los sistemas operativos.

En este contexto, constituye un reto apaciguar las posibles tensiones que pueden surgir entre los trabajadores y las máquinas –que evocan los movimientos *ludditas*– cuando éstas desplazan o eliminan la necesidad de buena parte de los puestos de trabajo existentes.

Y si bien la evidencia atestigua que el empleo en el largo plazo no se resiente ante el progreso tecnológico –entre otras razones, por la generación de nuevas actividades antes inexistentes– el principal reto tiene que ver con la distribución de la renta. La participación creciente de capital –ya sea físico o tecnológico– en el producto final, produce cambios en el reparto de la misma tendentes a reducir la masa salarial en favor de los beneficios o las rentas empresariales. Ello puede poner ahondar en las tendencias observadas de desigualdad, acentuadas en España desde la crisis económica. Asimismo, las tendencias de la *gig-economy*, en los que la demanda de trabajo se flexibiliza enormemente, pueden tener importantes consecuencias para la protección de los trabajadores.

El progreso tecnológico es la base de las mejoras en el bienestar en el largo plazo. La historia así lo avala. Desde la invención de la rueda, la máquina de vapor, o las mejoras en salubridad, la humanidad ha podido mejorar sus condiciones de vida gracias a los avances tecnológicos. Por consiguiente, el reto de garantizar que el progreso tecnológico tenga un carácter inclusivo pasa por incidir con mayor énfasis en algunos casos, y redefinir

en otros, las políticas públicas que deben acomodarlos. Especialmente, en los ámbitos formativos y de políticas de empleo, así como política industrial (especialmente en la innovación), defensa de la competencia y política social.

Bibliografía

- CNMC (2016): *Conclusiones preliminares sobre los nuevos modelos de prestación de servicios y la economía colaborativa*.
- De la Fuente, A. (2008): *Inversión en TICs y productividad: Un breve panorama y una primera aproximación al caso de las regiones españolas*. Instituto de Análisis Económico (CSIC). Colección Estudios Económicos 02-09 Serie Economía Regional CÁTEDRA Fedea-Caja Madrid
- Díaz, M.; Marcuello, C.; Monreal M. (2016): “Economía Social y Economía Colaborativa: Encaje y Potencialidades”. *Revista Economía Industrial*, Nº. 402.
- Gartner (2016): *Gartner’s Top 10 Strategic Technology Trends for 2017*.
- Mas, M.; Quesada, J. (2005): *Las nuevas tecnologías y el crecimiento económico en España*. Fundación BBVA.
- Mattlehart, A. (2001): *Historia de la sociedad de la información*, PAIDÓS.
- Myro, R. (2009): *Las TIC y el crecimiento de la economía española*. Revista de Economía.
- Observatorio ADEI (2015): *Digitalización y productividad*
- Observatorio ADEI (2016): *Internet móvil*
- OCDE; Microsoft (2015): *Perspectivas de la OCDE sobre la economía digital 2015*.
- Serrano, L. et al. (2017): *Acumulación y productividad del capital en España y sus comunidades autónomas en el siglo XXI*. Documentos de Trabajo. Fundación BBVA.
- VV.AA. (2017): *La Sociedad de la Información en España 2016*. Fundación Telefónica.
- World Economic Forum (2016): *Global Information Technology Report 2016*.

Afi 1987-2017



1

2

3

El entorno, las grandes transformaciones económicas, financieras y sociales de estos treinta años ha sido cómplice del desarrollo de Afi. Pero toda organización tiene también su intrahistoria. La de quienes forjaron su creación y desarrollo inicial, y la de los cientos de profesionales que han contribuido a lo largo del tiempo a su crecimiento y a su propia transformación. A esa intrahistoria se dedica uno de los capítulos de esta sección. El segundo aporta la visión desde fuera de algunos de los que nos dejaron sin haberse ido del todo.



4

Óscar Ibáñez
Ex-Afis

5

Afi
1987-2017

6



Afi, una biografía

Óscar Ibáñez

1984

Así empezó todo

11ª conferencia
de la European Financial
Association. Manchester.



La decisión de escribir un libro como éste no debe sorprender. Está en los genes de las personas que componen Afi. Con más de una decena de doctores dentro del equipo de 137 personas que, a día de hoy, formamos la gran familia de Afi, y con un genotipo y fenotipo en el que destacan el análisis financiero y la investigación, era obligado un repaso de la evolución de la economía española en los últimos 30 años y de cómo Afi ha formado, de una manera más o menos directa, parte de ella.

Pero también era necesario un homenaje a las personas que contribuyeron a hacer de Afi una empresa de renombre. No es la primera vez que lo hacemos. Ya tuvimos la ocasión hace 10 y 15 años de formar parte del libro *Estrategias y operaciones en los nuevos mercados. 20 casos de estudio*¹

1. García Olalla, M.; Vázquez Ordás, C.J; Montes Peón, J.M. (2002): *Estrategias y operaciones empresariales en los nuevos mercados. 20 casos a estudio*. Editorial Aranzadi. Actualización (2008): *Empresas y empresarios: diferentes caminos hacia el éxito*. Capítulo: *Grupo Afi: La dinámica de una profesión*. Págs. 139-160.

donde el Grupo Afi era descrito como uno de los ejemplos de empresa de éxito en España. Esta vez queríamos ir más allá y no quedarnos en el resumen técnico, en la mención de las variables clave en la consecución de los logros, sino mencionar, también, aquellos elementos *cuasi-necdóticos* sin los que Afi no podría haber nacido. No pretendemos hacer de este capítulo un *Sálvame* de Afi, escarbando en los entresijos personales que gestaron nuestra entidad; no, no llegaremos a ese punto. Pero sí debemos realizar una merecida mención a aquellos sin los que ahora no estaríamos aquí.

La gestación de Afi

No debería ser necesario señalar, por ampliamente conocido y reiterado, que la creación de Afi surge como consecuencia de la alianza de tres profesores de finanzas de la Universidad Autónoma de Madrid: Emilio Ontiveros, Ángel Berge y Francisco José Valero.

Era finales de 1987, justo en medio del temblor producido en los mercados financieros mundiales por el crack bursátil de octubre de aquel año. España era gobernada en mayoría absoluta por Felipe González, todavía con Alfonso Guerra como su mano derecha, y en su hoja de ruta mantenían elementos tan *populares* como la reconversión industrial y con el desafío de llevar a cabo la gestión de un país que acababa de ser aceptado, un año antes, entre los socios de la Comunidad Económica Europea.

Efectivamente, ya éramos europeos y las necesidades de las empresas, instituciones y entidades financieras iban a cambiar profundamente en los años siguientes. La globalización, como el cambio climático, era, todavía, una entelequia, aunque las raíces se podían intuir.

Es entonces cuando uno de los grandes protagonistas de esta historia, Emilio Ontiveros, vislumbra ese futuro y llevará a cabo una de las negociaciones más arduas

1988

La primera cena

De izquierda a derecha:
Amadeo Reynés, Lourdes
Maestre, Maribel Lupiáñez,
Paco Valero, Juan José Jiménez,
Beni Yllanes, Daniel Manzano,
Enrique Sánchez del Villar, Ángel
Berges, Francisco Fernández
("Paquillo") y Emilio Ontiveros.



que se recuerdan en la historia de Europa; ni los Pactos de la Moncloa supusieron un esfuerzo diplomático tan grande: convencer a Paco Valero y a Ángel Berges para embarcarse en la nueva aventura de la constitución de Afi. Los rumores dicen que tanto Ángel como Paco eran más *amarrateguis* que un planteamiento de Javier Clemente en el Bernabéu...

Pero para llegar a aquel momento se dieron una serie de circunstancias, casi serendipias, que posibilitaron la creación de Afi.

Los prolegómenos: Emilio, Paco y Ángel

Mientras la Transición se iba asentando en España como un paso necesario hacia la normalización democrática, Madrid se erigía como estandarte de la nueva libertad (política, cultural, sexual, ...) y como capital del cambio sociológico, acuñando el término *movida madrileña* como símbolo de un nuevo país, de una nueva forma de entender la vida.

Pero en ese Madrid también existía el mundo menos hedonista. La Universidad Autónoma, creada en 1968, contaba con algunos de los mejores investigadores españoles del momento. Entre ellos estaban Emilio Ontiveros (por si alguien se lo pregunta: sí, ya entonces lucía un frondoso bigote, como atestiguan las fotografías contenidas en este capítulo) y Francisco José Valero (Paco). Los dos habían ingresado como profesores ayudantes en 1976 y 1975, respectivamente. En 1986 Emilio obtuvo la cátedra de Economía de la Empresa, mientras que Paco, en 1983, ganaba la de Economía Financiera y Contabilidad. La buena relación personal entre ambos posibilitó un vínculo profesional que se tradujo en un sinnúmero de colaboraciones.

A finales de los años setenta se crea la Facultad de Ciencias Empresariales de Zaragoza, condicionando la vida laboral de Emilio al surgirle la posibilidad de ir como profesor agregado interino, que acepta

combinando estas obligaciones con sus clases en la Universidad Autónoma y en la sección de postgraduados de ICADE. Su presencia en Zaragoza, de lunes a jueves, 25 años antes de la inauguración del AVE entre Madrid y la capital aragonesa, no debe de ser del agrado de Emilio, dado que al año siguiente difundirá entre los lugareños la necesidad de tener un apoyo a la hora de impartir las clases.

Fue Paco Bono, director del servicio de estudios de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragón y Rioja, CAZAR, la que sería, en un futuro, Ibercaja, el que le puso en contacto con un chico callado de Tauste, que según sus palabras, *tenía buena pinta*. Era Ángel Berges, quien había terminado sus estudios de Ciencias Económicas y Empresariales en Barcelona. Ángel se incorporó como profesor ayudante, primero, y como adjunto, después, impartiendo sus conocimientos en la asignatura de *Criterios de selección de inversiones*.



2005

Equipo de fútbol de Afi

Arriba,
de izquierda a derecha:
Nicolás Notario, Rubén Lara,
José (Pepe) Fraile, Javier Paredes
y Moisés García.

Abajo,
de izquierda a derecha:
Sergio Esteban, Daniel Manzano,
Francisco Javier Hidalgo, Manuel Mejías,
Eduardo Herráez y Ángel Palomo.

El entendimiento entre Ángel (que en aquel entonces tenía apenas 22 años) y Emilio (29) era mejor que el de Michel y Butragueño. Pronto sus colaboraciones académicas abarcarán no solo las clases en Zaragoza, sino que se expandirán hacia sesiones en ICADE y la publicación del primer libro conjunto *Casos prácticos de decisiones de inversión en la empresa*². Colaboración que perdurará incluso tras la marcha de Emilio de Zaragoza (sustituido por Vicente Salas) y durante los años que permaneció Ángel realizando el doctorado en la Universidad de Purdue, en Estados Unidos (1979-1982) con la beca Fullbright. Durante ese periplo, ambos trabajarán en otros dos libros: uno de gestión y riesgo de tipo de cambio (*Gestión financiera del riesgo de cambio*³) y otro de formación de pre-

cios del mercado de futuros (*Mercado de futuros en instrumentos financieros*⁴). En 1982, una vez conseguido el doctorado, Ángel desecha las ofertas para quedarse en Estados Unidos y regresa a una España (tan aficionado a los refranes que es, espero que me permita utilizar para este caso el de *la cabra tira al monte*) en plena transformación social, financiera e incluso futbolística, tras la paupérrima imagen que dimos en nuestro Mundial. Con unas credenciales superiores a las que tenían la mayoría de los licenciados y doctorados en el país, se lo rifan en varias universidades, aunque su destino, como no podía ser de otra forma, será el departamento de Finanzas de la Universidad Autónoma de Madrid, donde Emilio es, en ese momento, vicerrector. Conseguirá su cátedra en Economía Financiera y Contabilidad en 1992.

Ángel se une a la intensa actividad de investigación aplicada sobre los mercados financieros internacionales que llevan desarrollando en la propia Universidad Emilio y Paco, que constituirá el embrión de las actividades iniciales de Afi, particularmente con el estudio de investigación realizado sobre el coste efectivo de la deuda externa captada por los prestatarios españoles, que durante la primera mitad de los ochenta tuvieron sistemáticamente el *honor* de ser los más activos prestatarios en los mercados internacionales.

Precedentes: Los trabajos para el sector eléctrico

Tras haber inaugurado el suplemento salmón de El País –dirigido por quien después sería su director, Joaquín Estefanía– el primer domingo de 1987, donde Emilio y Ángel firman la columna de opinión y se encargan de incluir toda la información estadística, llegaría el turno a los primeros servicios de consultoría

2. Ontiveros, E.; Berges, A. (1979): *Casos prácticos de decisiones de inversión en la empresa*. Librería I.C.A.I., 235 páginas.

3. Ontiveros, E.; Berges, A. (1983): *Gestión financiera del riesgo de cambio*. ICE, 160 páginas.

4. Ontiveros, E.; Berges, A. (1984): *Mercado de futuros en instrumentos financieros*. Editorial Pirámide. 133 páginas.



2009

Afi y la Academia

Investidura de
Jose Luis Fernández (Josechu)
como Doctor Honoris Causa
por la Universidad de La Laguna.

privada, cuyo destinatario, como podría esperarse, no serán las cajas de ahorro, sino el sector eléctrico.

Y es que, aunque siempre se ha pensado que Afi nace a consecuencia de la necesidad de un buen análisis del mercado financiero internacional que a mediados de los ochenta surge en las cajas de ahorros, el verdadero bautismo de fuego para el núcleo fundador de Afi fue el sector energético.

Todo arranca a partir de un estudio para la Asociación Española de la Industria Eléctrica, UNESA, promovido por Pedro Rivero, catedrático de contabilidad de la Universidad Complutense de Madrid y director general de UNESA. Su objetivo: particularizar el estudio del endeudamiento de las empresas del sector eléctrico español en los mercados internacionales, sin duda el más activo como prestatario debido al intenso proceso inversor que debió abordar el sector en un período de sequía financiera doméstica.

El estudio, denominado *Costes efectivos de la financiación en divisas del sector eléctrico español*, empezó, de alguna manera, a establecer los vínculos de los tres con la consultoría financiera y permitió ampliar el equipo a cuatro miembros, con la llegada de Juan José Jiménez, ayudante de Emilio en la Universidad Autónoma de Madrid.

Con el estudio –en el que se trataba de diferenciar el coste financiero en razón de la variación del tipo de cambio de la peseta frente a las monedas en las que se denominó la financiación e identificar, además, la relación con la variación del LIBOR– UNESA pretendía argumentar ante la Dirección General de Energía que habían incurrido en unos sobrecostes considerables dado que el sistema financiero español no era lo suficientemente líquido como para financiar los proyectos de inversión que tenían que abordar, entre ellos todos los relacionados con las generación de energía a través de las centrales nucleares.

La relación con el sector energético no acabaría ahí. El trabajo previo había servido a los futuros cofundadores de Afi para ganarse la confianza del sector y, en 1983, todavía cuatro años antes de la creación formal de Afi, se producen una serie de nombramientos que influirán de forma crucial en el devenir de la sociedad. Carlos Solchaga toma posesión como ministro de Industria y Energía, mientras que Paulina Beato, catedrática entonces de análisis económico de la Universidad Autónoma de Barcelona, es nombrada presidenta de una nueva empresa que gestionará el transporte y operativa del sector eléctrico en España, Red Eléctrica, todavía en fase embrionaria.

Ante los grandes desajustes financieros del sector eléctrico español provocado por una devaluación drástica de la peseta en un sistema contable donde se valoraba la deuda en divisa al tipo de cambio de disposición, la propia Paulina

2012

Foto conmemorativa del 25 aniversario en la sede de la calle Españolito

Fotos de Emilio Ontiveros e Ignacio Ontiveros.



pide a Emilio que colabore con la Secretaría General de Energía. Los tres, junto con Fernando Maestre como apoyo en temas contables y en la operativa informática, se incorporan como consultores permanentes del Ministerio de Industria, donde pasarán días y noches, colaborando con Mari Carmen Mestre, Directora General de Energía, y Martín Gallego, Secretario General de Energía. El encargo era claro: analizar, proponer y pilotar las medidas necesarias para la ejecución de un plan de saneamiento financiero del sector eléctrico y diseñar la formulación de un marco regulador del mismo, buscando interrumpir las malas prácticas financieras del sector, que iban desde la anteposición de la distribución de dividendos sobre el saneamiento financiero a la ausencia de informes de auditoría externa.

Después de ese análisis se concluyó que había algunas compañías en una situación crítica, incluso reticentes a realizar

un informe de auditoría. Así, se decidirá la suspensión de la cotización en Bolsa de dos compañías de gran peso dentro del parque español: como FECSA y Unión Fenosa. De hecho, los bonistas de FECSA fueron los primeros en España en tener pérdidas derivadas de instrumentos de renta fija.

Todo el trabajo realizado desembocará, un par de años después, y ya de la mano del nuevo ministro de Industria y Energía, Luis Carlos Croissier, y del nuevo secretario general de energía, Fernando Maravall, en la aprobación del nuevo Marco Legal Estable de la energía, como resultado del acuerdo entre el Gobierno y las empresas eléctricas, que suponía la implantación de un nuevo sistema de cálculo de las tarifas eléctricas.

Esa intensa inmersión en un sector tan relevante como el eléctrico, iba a permitir a Afi estar presente, como analista o consultor, en muchas de las transformaciones –reguladoras, corporativas, etc.–

que iban a producirse en el sector hasta nuestros días. No en vano, podría decirse, sin exagerar, que entonces éramos los mayores expertos del sector eléctrico de España.

De hecho, mucho más adelante, y gracias a esa inmersión en conocimiento, con el Gobierno de Aznar en el poder (gobiernos de todos los colores han requerido de nuestros servicios), Afi trabajó con Endesa, a través de la relación de los fundadores de Afi con Rafael Miranda y Feliciano Fuster, para asesorar en la privatización de la compañía. Los propios Emilio y Ángel serán partícipes en primera persona de la larga madrugada en la que se alcanzará el acuerdo y se aprobarán los términos de la OPV que aclaraba la situación de Endesa en Chile. También estarían presentes en el Instituto Nacional de Industria para entregar a su presidente los acuerdos alcanzados que debía llevar al día siguiente, uno de agosto, al Consejo de Ministros.

2004-2011

Economía a fondo, programa de CNN+

De izquierda a derecha, Emilio Ontiveros, la periodista que aparece en esa foto es Mónica Sanz y Juan José Toribio en el programa Economía a Fondo. Afi participó en el programa desde septiembre de 2004 a diciembre de 2011.



En todos estos trabajos había quedado patente una habilidad que han atesorado nuestros fundadores durante los años, la capacidad para contentar a ambas partes; en este caso, tanto a las personas del Gobierno como al de las eléctricas.

Gesmosa y las Cajas

Si esa *inmersión* en el sector eléctrico tuvo algo de accidental, no puede decirse lo mismo de la línea de investigación principal que dio origen a la creación de Afi. Se trata de los patrones de comportamiento de los tipos de cambio, y en general de las variables precio más relevantes de los mercados financieros internacionales, y sus implicaciones sobre los mercados domésticos. Esas líneas iban a encontrar un terreno abonado en unas entidades financieras españolas que, al calor de la apertura exterior de la economía española –la incorporación a la Comunidad Económica Europea en 1986 supuso un claro impulso en ese sentido–, comenzaban a percibir la necesidad de intensificar

su operativa en dichos mercados, en un contexto adicional de creciente necesidad de modernizar sus estructuras de negocio.

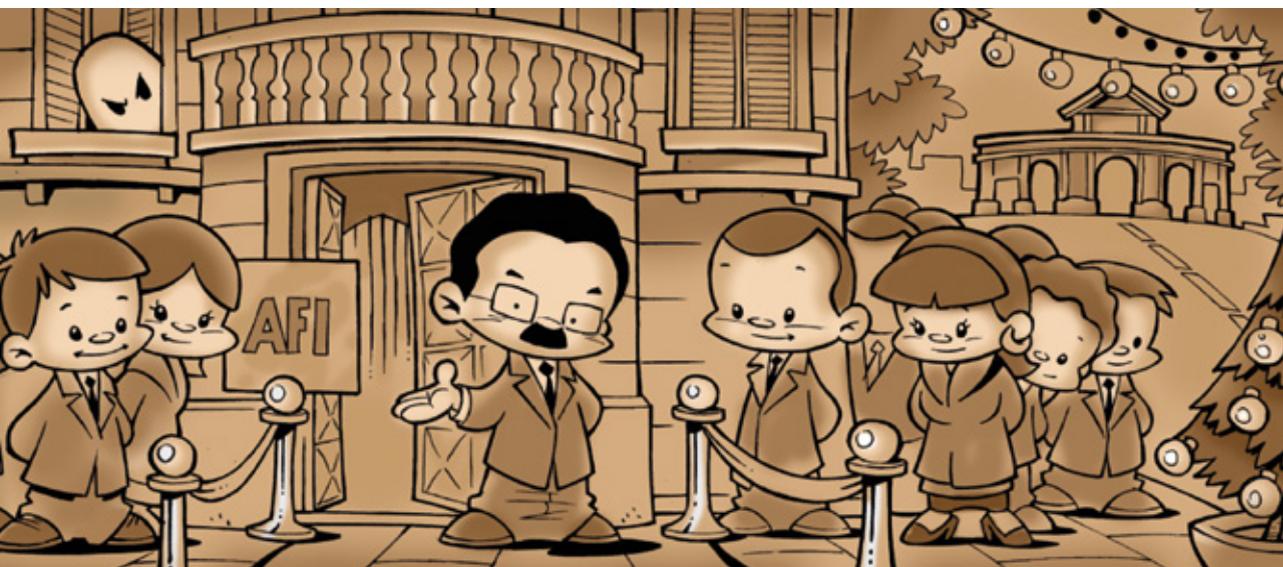
Sin embargo, en un paradigma digno de cualquier acérrimo creyente en el destino, el engendro, el detonante de Afi, estaría muy alejado de una *hoguera de vanidades* típica del mundo financiero de los ochenta, sino entre el fuego de las velas de un cumpleaños. El punto de partida de Afi se ha de situar en una celebración infantil por iniciativa de una de las personas que más influyó en el devenir de la compañía en sus primeros años: Javier Soriano.

Javier Soriano era el director general de Gesmosa, Gestión Monetaria S.A., sociedad de intermediación en los mercados monetarios que, junto con Gesinca, Gestión de Estudios e Inversiones S.A., gestora de activos financieros, vertebraban una parte significativa de la gestión financiera realizada por algunas

cajas de ahorros españolas. A su vez Javier ostentaba una posición de tanta o mayor importancia: ser padre de uno de los compañeros de colegio del hijo de Emilio. Este nexo posibilita el encuentro en un cumpleaños del hijo del primero que propiciará la transformación de una relación informal a un vínculo profesional estrecho durante los siguientes años. Inicialmente se concreta en la realización dentro de Gesmosa de varios seminarios sobre finanzas internacionales que impartirá Emilio.

Javier intenta persuadir a Emilio para que se incorpore a Gesmosa, pero éste, bien posicionado en la Universidad y barruntando una vida que no dependa de las exigencias de ningún jefe, ofrece a cambio realizar desde la Universidad Autónoma unos informes mensuales sobre los mercados financieros. Comenzaba el desarrollo del embrión Afi.

El trabajo consistía en encerrarse una vez al mes en el despacho de Emilio con Inés,



2012

Caricaturas de Afi como homenaje del 25 aniversario

Ilustraciones,
Enrique V. Vegas.

la secretaria, que era la que tecleaba y con la ayuda del becario, Juanjo. El informe se llamaba *Mercados financieros internacionales* y no era precisamente un dechado de virtudes de forma, pero cumplía con rigor lo que se esperaba de él. Hay que tener en cuenta que el *spectrum* había salido a la luz en 1982 y que faltaban aún unos 25 años para la llegada del *ipad* a nuestras manos. El definitivo paso hacia la constitución de Afi no se hizo esperar. Tras una cena con Luis Mira, presidente de Gesmosa y director financiero de la CAM, Gesmosa desembolsaba a finales de 1987 los treinta millones de pesetas de capital social (menos de ciento ochenta mil euros al cambio) con que se creaba Afi. Arrancaba con un equipo pequeño pero potente: los tres profesores como núcleo profesional, Juan José Jiménez, analista, y dos incorporaciones provenientes de Gesmosa: Beni Yllanes, secretaria y jefa de administración, y Francisco Fernández Escudero, *Paquillo*, quien continúa hoy

en día en Afi, dedicado al apoyo logístico e informático. En el Consejo de Administración estaban nombres como Gregorio Villalabeitia o Patxi Aldanondo, el propio Emilio como Consejero Delegado, o José María Achirica, por entonces Director Financiero de Caja Burgos, nombrado Presidente por las cajas.

Casi de forma simultánea un profesor del mismo departamento de la Autónoma, Manolo Villa, luego rector de la Universidad Nebrija, ofrecía un piso de alquiler en la calle Caracas 10, que se convertiría en la primera sede de Afi.

Sin embargo, lo más difícil en la creación de Afi no iba a ser la consecución del capital o de su sede. La extroversión de Emilio y su tendencia al emprendimiento contrastaba, sin duda alguna, con la reflexión sosegada y aversión al riesgo de sus dos compañeros. El cambio requería romper una dinámica cómoda y meterse en una empresa donde se necesitaba más tensión, ajustarse a plazos, incertidumbre

sobre el futuro, un informe diario... En definitiva, crearse una obligación. Persuadir a Ángel y a Paco para que se incorporaran al nuevo proyecto parecía más complicado que volver a ver a un español ganar el Tour de Francia (Stephen Roche mediante...). Ambos hechos se lograron en los meses siguientes.

Emilio no había pensado entonces en exigir a Gesmosa participación en el capital, pero sí negoció unos salarios lo suficientemente atractivos como para que sus compañeros no tuvieran dudas en dar el paso definitivo. Así que, finalmente, y tras mucha labor de persuasión, Ángel, primero, y Paco, después, aceptaron incorporarse al proyecto Afi, acordando con la Universidad la reducción de dedicación, sin desvincularse de la misma. El nacimiento de Afi fue un hecho el 3 de diciembre de 1987, acrónimo que deriva del nombre con el que fue constituida la empresa: Analistas Financieros Internacionales.

2015

Debate en el Instituto Tomás Pascual Sanz

De izquierda a derecha, Emilio Ontiveros, el periodista Iñaki Gabilondo y Christian Felber, profesor e impulsor de la *Teoría del Bien Común*. Febrero.



La evolución de Afi

Afi había nacido en un contexto de incertidumbre económica y social en España. La segunda legislatura de Felipe González como presidente del Gobierno estaba en su ecuador y las medidas reformistas sobre el mercado laboral de 1988 llevarían, justo un año después de la andadura de Afi, a la convocatoria de una de las huelgas más masivas que han existido en España. Además, la lucha armada de ETA era uno de los lastres que aún, y por muchos años más, tendría el país. El año que nacía Afi, de hecho, fue el año del atentado de Hipercor.

Tiempos revueltos, sin duda, en los que Emilio, Ángel, Paco y los que vinieron después se adaptaron a las necesidades de lo que, en ese momento necesitaban sus clientes, tanto empresas financieras como no financieras.

Esta filosofía se mantuvo con el paso de los años. Si la puesta a punto del sector eléctrico había propiciado el embrión de

Afi y la entrada en la Comunidad Europea y el control de las divisas el punto detonante para su creación, otros grandes eventos posteriores marcarán, generalmente para bien, pero también, con impactos negativos, el foco de sus servicios. La entrada en el euro, la aparición de nuevos mercados y su globalización, las crisis financieras, la consolidación del sector, la innovación financiera o el desarrollo de la tecnología, son algunos de los acontecimientos que posteriormente marcaron el desarrollo de Afi.

Y lo que vendrá.

Los primeros años de Afi

Caracas 10 (1987-1988)

Aunque el capital social de Afi era 100% de Gesmosa y, ésta, a su vez, era propiedad de una veintena de cajas de ahorros, dos principios básicos quedaron acordados como sagrados entre el capital y el equipo de profesionales fundador de la compañía: la independencia de criterio

a la hora de formular las opiniones y el análisis, por un lado, y la absoluta desvinculación entre relaciones accionariales y contractuales, por otro. Es decir, Afi podía prestar sus servicios a todas aquellas entidades (no solo cajas de ahorros), financieras o no, que estuviesen dispuestas a comprarlos. No operaría ningún principio de cautividad de sus accionistas en la prestación de servicios; no quedarían excluidos potenciales clientes por el hecho de ser competidores de las propias cajas.

Esa filosofía se asumió sin problemas desde el primer momento, traducándose en la generación de ideas, servicios y productos que, lejos de tener un mercado estanco, habrían de venderse a una amplia tipología de clientes –cajas, bancos y otras empresas financieras y no financieras–. De hecho, uno de los primeros clientes bancarios fue la tesorería del entonces Banco de Vizcaya, que dirigía Juan Antonio Palacios.

2013

Presentación de libro Economía Marruecos-España

En Rabat, en presencia del Rey Juan Carlos I, los Ministros Margallo y Soria, las autoridades marroquíes y los colaboradores, patrocinadores y editores de la publicación. Julio.



No obstante, los dos primeros clientes de fuera del ámbito de las cajas no fueron entidades financieras. La primera llamada para interesarse por los servicios de Afi fue del director financiero de Bodegas Chivite, Carlos Chivite. La leyenda urbana cuenta que Bodegas Chivite no podía cumplir entonces con el presupuesto que correspondía al servicio que se proporcionaba, pero no hubo problema porque supo compensarlo bien en especie... Leyendas... El otro cliente fue la Corporación Mondragón, con quien Afi tuvo siempre una amplia relación a través de su director de la dirección de empresas Gorka Penacho.

Dado que la naturaleza de dichos productos/servicios era *intangibles* y no observable, los atributos fundamentales para su buena aceptación por un mercado debían ser, sobre todo, la flexibilidad y capacidad de adaptación y anticipación a las necesidades de sus clientes. Unos atributos, en suma, que iban a definir una nueva profesión: la

consistente en producir análisis, opinión, asesoramiento y consultoría para su comercialización directa en una relación de gran proximidad con sus destinatarios o clientes, y que propician la primera gran gira de Emilio y Javier Soriano por toda España, desde Ceuta hasta Bilbao. Afi se convertiría en *la perla de Gesmosa*, tal y como la definirían los propios empleados de la sociedad.

La determinación utópica con la que los tres se marcan los objetivos dan sus frutos, y ya desde el primer año desde su constitución Afi es una empresa rentable. Pero además, lo que es más importante, va adquiriendo una credibilidad en sus análisis y opiniones sobre los mercados financieros que es *comprada* por una cada vez más amplia gama de clientes.

Su plantilla crece durante ese primer año de existencia con las incorporaciones de Miguel Morán Serrano, Maite Méndez Marín, Yolanda Antón, Maribel Lupiáñez, Enrique Sánchez del

Villar, Amadeo Reynés y Daniel Manzano. Este último, que había entablado relación con Ángel, su director de tesis, fue clave a mediados de los noventa para la puesta en marcha y desarrollo dentro de Afi de la nueva consultoría en finanzas cuantitativas y de la tecnología aplicada a las finanzas, llegando a ser consejero delegado (2015-2017) de la compañía.

Virgen de los Peligros (1989-1993)

Es justamente a los tres años de la creación de la sociedad cuando tienen lugar una serie de hitos y decisiones que van a marcar el rumbo estratégico de la compañía durante la década de los noventa. Tras la entrada en vigor en 1989 de la reforma de las bolsas de valores, que da pie a la creación de las sociedades y agencias de valores, nace Ahorro Corporación resultado de la fusión de las dos grandes sociedades de servicios financieros de las cajas de ahorros, Gesinca y Gesmosa.

En el grupo resultante, donde existirán dos directores generales, Javier Zoido y

2017

Firma contrato Argelia

Javier Paredes procediendo a la firma en Argelia del contrato para la modernización de las instituciones y los operadores del mercado bursátil argelino (junto con Bolsas y Mercados Españoles-BME y Almis respectivamente), en presencia del Embajador de España, el Ministro de Finanzas responsable de la Economía Digital y la modernización de los sistemas financieros y el Director General del Tesoro de Argelia. Febrero.



Javier Soriano, Afi centralizaría toda la producción de análisis, tanto para su comercialización externa como para el consumo interno del grupo, en especial de la sociedad de valores y de la gestora de instituciones de inversión colectiva. De esta forma, aunque el nombre no cambia, se amplía el campo de actividad: está claro que a la *i* de internacional se le sumaba la *m* de monetario y la *b* de bursátil. Suponemos que *Afimb* no sonaba tan bien como Afi...

Afi cambia de sede y se muda a la calle Virgen de los Peligros, sede de Gesinca, con un equipo que se va incrementando con las incorporaciones de Lucía Nogueroles y Arturo Rojas, provenientes del Departamento de Análisis Bursátil de Gesinca. También Lucía Cabañero, Rodrigo Sousa, Ana Isabel Fernández, José Miguel Físico y María Fé García (de quien a su paso muchos se arreglaban las corbatas, se dice, aunque puede que tener enfrente la sede de una agencia de

modelos también tuviera mucho que ver...), procedentes de Gesmosa, junto con Iñaki Ezquiaga, al que había conocido Emilio como delegado de clase en la Universidad, y que era el responsable de los servicios de estudios de Gesmosa (el Programa de Asesoramiento Monetario). Posteriormente, se unirían al equipo de Afi personas como César Cantalapiedra, Sonsoles Gallego, Javier López Somoza, Rodrigo Buenaventura o Roberto Knop. De hecho, la plantilla crecerá hasta superar las 30 personas a comienzos de la década de los noventa.

Ahorro queda conformada en dos grandes áreas, el área de mediación e intermediación, por un lado, y las áreas de gestión de análisis, gestora de fondos de inversión, gestora de pensiones y otros estudios, por el otro. Estos últimos son dirigidos por Emilio, que es a su vez el consejero delegado de Gesinca (también es director general), de la gestora de pensiones y del propio Afi.

Este esquema de funcionamiento dentro de Ahorro Corporación no tardó en mostrarse como menos funcional de lo que se había previsto, en algunos casos por conflictos de intereses –las opiniones de los analistas *al servicio* de una sociedad de valores que puede tomar posiciones por cuenta propia difícilmente pueden ser totalmente independientes– y otras por diferencias de criterio en cuanto a la gestión: la total orientación al mercado de Afi chocaba con un cierto enfoque de mercado cautivo, con respecto a las cajas de ahorros, por parte de Ahorro Corporación. En el momento en que la bicefalia entre Javier Soriano y Javier Zoido se antoja difícil de sostener. Emilio no quiere posicionarse y lanza el primer gran ordago, renunciando a sus tareas de dirección en las otras áreas del Grupo que no son Afi. El objetivo era claro: se pretende ser autónomos y accionistas. En un clima de entendimiento y excelente interlocución, esa situación provocó



2017

Afi en Colombia

David Cano
 en el 5° Congreso
 Asociación de Fiduciarias
 en Colombia. Septiembre.

que el núcleo de profesionales con mayores responsabilidades en la gestión de Afi plantease la compra de la compañía a su accionista. La solución final se tradujo en la compra en 1992 de un 50% del capital, con una representación similar en el Consejo de Administración. Estatutariamente, Ahorro propone la presidencia a Achirica, que la ejercería en los años siguientes, mientras que el grupo de profesionales elige al consejero delegado y primer ejecutivo de la compañía, Emilio Ontiveros, que garantiza una razonable autonomía de gestión.

La decisión de involucrar a los principales profesionales de Afi mediante la condición de socio iba a convertirse en uno de los pilares fundamentales de la política de recursos humanos en cuanto a retención del talento. El lanzamiento de nuevas líneas de actividad toma entonces una gran importancia estratégica e independencia en la gestión que se iban a ver reforzadas mediante la constitución de

unidades empresariales jurídicamente diferenciadas y en las que iba a mantenerse, e incluso reforzarse, la presencia accionarial de los principales profesionales. También servirían para que se desarrollasen habilidades de gestión y se distribuyesen responsabilidades en la generación de resultados y en la viabilidad de las nuevas empresas.

Durante los primeros diez años de vida de Afi no se pagaron dividendos, todos los beneficios se reinvertieron para reforzar el capital y la solidez del proyecto.

Españoleto (1993-2015)

Una de las mayores, podríamos decir, *tensiones*, de los por aquel entonces socios de Afi, surgió por el nuevo cambio de sede. La nueva organización societaria requería un cambio de ubicación que independizara a Afi de Ahorro, no solo teóricamente, sino también en el entorno físico. Se había hecho un minucioso estudio del sector inmobiliario en Madrid capital, pero ninguna de las

oficinas visitadas acababa de convencer como nueva sede. Fue entonces cuando Rodrigo Buenaventura descubre un edificio en venta en una pequeña calle de Chamberí, la calle Españolito. Era un edificio antiguo, viejo, hablando en plata, de más de 3.000 metros cuadrados, donde estaba la asociación de la enseñanza privada que dirigía doña Carmen Alvear.

El encargarlo de verlo fue Emilio. No le interesaba. Demasiado grande, demasiado viejo, demasiadas reformas. El dueño, después de asegurarse de que Emilio era una persona pudiente, o representaba al menos a una sociedad solvente, al escuchar su opinión sobre el edificio, le insistió que cuando volviera a Virgen de los Peligros escribiera una cifra en un papel y se lo mandara por fax. Emilio volvió a la oficina, lo repensó, escribió la cifra... y así Españolito 19 se convirtió en el nuevo edificio de Afi, a través de un préstamo puente que ofreció la CAM por 650

2017

Afi en México

Afi Escuela de Finanzas inicia en México su expansión por Latinoamérica.

De izquierda a derecha,

Gerardo Aparicio, Yacotu, director de escuela Bolsa Mexicana de Valores, Mónica Guardado, Director General de Afi Escuela, José Oriol Bosch Par, Director General de la Bolsa Mexicana de Valores, Emilio Ontiveros, Presidente de Analistas Financieros Internacionales. Octubre.



millones de pesetas. Las malas lenguas dicen que los temblores de Ángel Berges al firmar aquel préstamo alcanzaban el 7 en la escala Richter.

El piso de abajo del edificio, que en un principio estaba reservado para la construcción de garajes, finalmente se reservó para aulas, decisión que marcará uno de los grandes hitos en la vida de Afi: la creación de la Escuela de Finanzas. La actividad docente iba a ser, a partir de 1994, con la creación de la Escuela de Finanzas Aplicadas, la segunda actividad formal (ya se habían dado algunos cursos para los consejeros en el emplazamiento de la calle Caracas) que se realizaba, dado que hasta entonces el análisis y la consultoría financiera había monopolizado las funciones de los miembros de Afi. La Escuela ha ocupado desde entonces un nicho de referencia en España.

La Escuela no fue la única iniciativa empresarial. A partir de entonces se fueron creando, sucesivamente, nuevas

empresas con distintas actividades entre las que cabe destacar:

- **Afi Consultores de las Administraciones Públicas (CAP)**, creada en 1995, con el impulso como consejero delegado de Ignacio Ezquiaga y el objetivo de potenciar las crecientes actividades de asesoramiento y consultoría tanto a las instituciones públicas como a las entidades privadas en sus relaciones con el sector público.
- **Afi Tecnología, Información y Finanzas (TIF)**, constituida en 1997, bajo el liderazgo de Daniel Manzano como consejero delegado, con el objeto de potenciar las actividades relacionadas con la innovación y las finanzas cuantitativas. Una nueva especie de profesionales formada por matemáticos e ingenieros comenzó a invadir las instalaciones de Afi, antes pobladas casi en exclusiva por economistas. La presencia de José Luis Fernández, Josechu, catedrático también de la Universidad Autónoma

que se incorporó al proyecto en aquellas fechas, permitió ensamblar, como nadie había hecho en España, las matemáticas con las finanzas. Josechu no ha dejado de ser referente desde entonces de generaciones de jóvenes (algunos ya no tanto) que se han ocupado en las entidades financieras españolas de los modelos, de las valoraciones y de la medición de riesgos. El perfil cuantitativo sirvió de base sobre la que se fundamentó parte de la consultoría de Afi en los años siguientes y por las que hemos recibido un amplio reconocimiento.

- **AFInet Global**, creada en 2000 como filial de TIF para desarrollar toda la estrategia –interna y externa– de Afi en Internet, acabó transformándose en nuestra EAFI.
- **Ediciones Empresa Global**, constituida en mayo de 2000, compañía dedicada a la realización de actividades de edición, distribución y venta de publicaciones del Grupo Afi.



2017

Afi hoy

No fueron las únicas: la Escuela de Gestión Pública (EGP), nacida en 2002; Afi Senior, constituida en marzo de 2006; Alienzo, constituida en septiembre de 2006; o Afi ALM, creada en 2015, son otros ejemplos de empresas que se han creado en Afi, algunas todavía vigentes. Mención aparte merece la **Fundación Afi**, creada en 1999 como entidad privada sin ánimo de lucro en el ejercicio de nuestra responsabilidad social corporativa. La Fundación, gestionada incansablemente desde 2011 por Verónica López Sabater, lleva a cabo acciones de diseminación y promoción de la cultura y la educación financiera, tanto en España como en países emergentes y en desarrollo. Afi compromete cada año hasta un 0,5% de sus horas totales de consultoría a proyectos impulsados a través de Fundación Afi, convirtiendo nuestra experiencia y conocimiento en el principal activo que ofrecemos a la sociedad. Con la llegada a la nueva sede, a algún lumbrera con buen criterio se le ocurrió

que la estructura de Afi era muy compleja y se decidió simplificar. Actualmente nuestro organigrama es que se muestra en la siguiente página.

Desde 1993, Afi acometió grandes proyectos y se amoldó a las nuevas necesidades que surgieron en los clientes, con el foco en la diversificación e innovación siempre presente en la entidad, aunque hay un par de eventos que marcan, sobremanera, la metamorfosis de Afi:

- La entrada en el euro. Las entidades financieras y no financieras tuvieron que adaptarse al cambio de moneda como todos los españoles. Aquello de que un café pasó de costar 100 pesetas a 1 euro afectó a los españolitos de a pie, a las empresas, a las entidades financieras y, realmente, a todos. Solo que Corea nos echara del mundial fue un golpe más duro que el efecto euro en aquel 2002. El impacto en el mercado de capitales también fue notorio. La entrada de flujos en España proveniente de otros

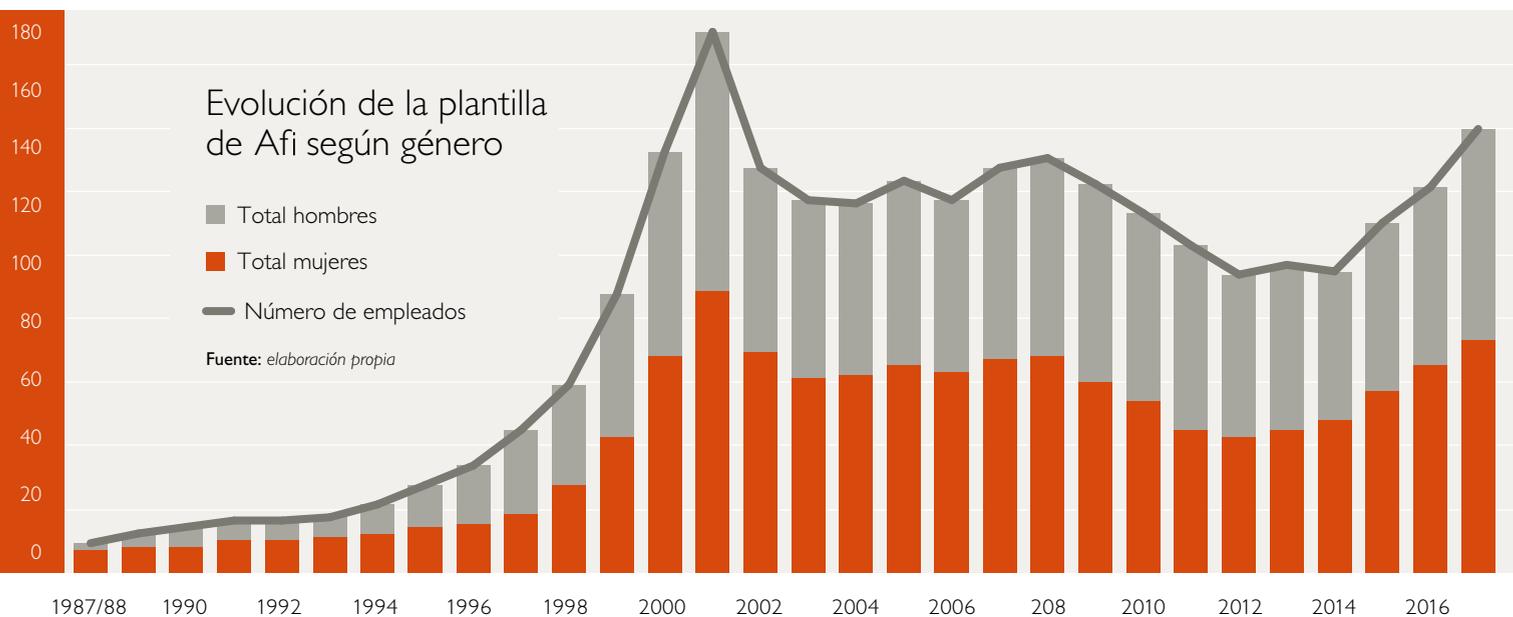
países, tal y como se detalla en otros capítulos de este libro, para financiar al ladrillo español, incrementó la posición de financiación mayorista de muchos bancos y empresas, y la forma de entender la gestión bancaria y empresarial, por tanto, también.

Afi realizó muchos proyectos vinculados a este cambio clave en la vida de los europeos. E incluso, se elaboró una guía del euro⁵ que llegó a tener una tirada de 150 mil ejemplares.

- La crisis financiera. El segundo gran evento que impactó significativamente en el negocio de Afi fue la crisis financiera en España desencadenada a partir de 2008, que trajo consecuencias de diversa índole.

Afi, por su relación con la cúpula de muchas de las cajas de ahorros españolas, fue una pieza clave en la gestión

5. Escuela de Finanzas Aplicadas (1997); *La Guía del Euro. Todas las respuestas sobre la moneda única*, Madrid.



de las integraciones societarias, donde asesoró a nivel financiero en todas las fusiones del sector, aportando su conocimiento y dando valor añadido sobre las estrategias a seguir por las entidades. Fueron varios años en los que, pese a la crisis, la facturación de Afi se incrementó de forma exponencial. Había, efectivamente, mucho trabajo que hacer.

Sin embargo, no se debe obviar que muchos de los clientes de Afi desaparecieron con los procesos de integración. De hecho, la paradoja residía en que Afi estaba ayudando a sus clientes a dejar de ser clientes, lo que suponía una importante inflexión en los ingresos; inflexión que tres años después de los procesos de integración, hemos conseguido revertir.

Fueron más de 20 años en Españoletto, por donde han pasado otras personas de relevancia que formaron parte de la familia Afi: Manuel Conthe, Alfonso García Mora, José Juan Ruiz, Jorge

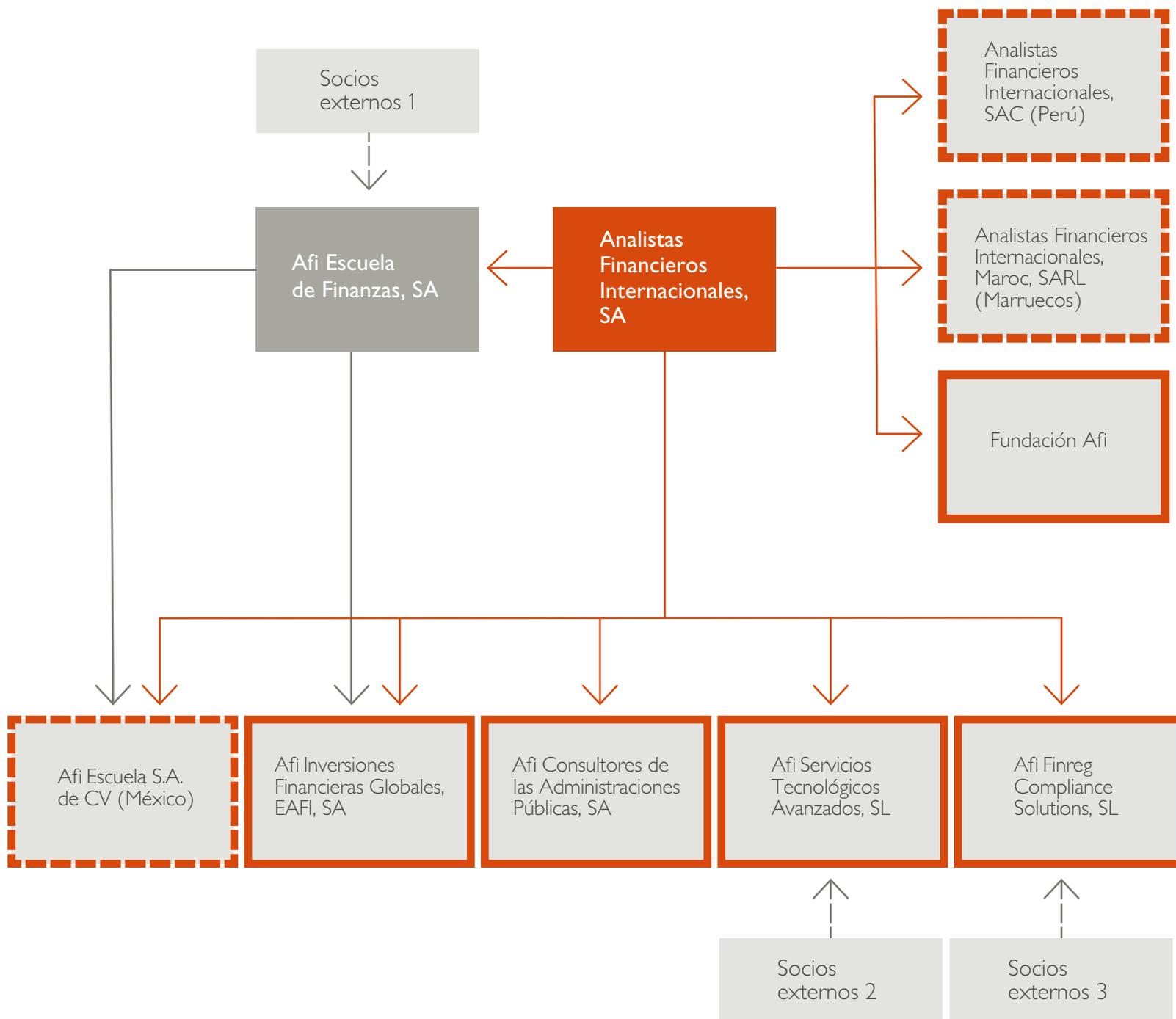
Sicilia, Amando Sánchez Falcón o Santiago Fernández de Lis, junto con algunos de los nombres que ya se han citado. Su paso por Afi fue un antes y un después en la forma de entender la consultoría financiera, pero Afi supo aprovechar eso que llamamos *la reproducción de la especie* para que la salida de estas personas en búsqueda de otros horizontes laborales y/o personales no impactara en la actividad de la entidad. Al contrario, gracias a ellos pudimos aprender de muchos de los mejores financieros que ha tenido y tiene España.

Marqués de Villamejor (2015-...): Afi en la actualidad

En el verano de 2015 Afi traslada su sede a la calle Marqués de Villamejor, en el barrio de Salamanca. La Escuela de Finanzas tiene mucha culpa de este cambio, dado que el edificio de Españoletto había comenzado a quedarse pequeño. Ahora hemos sustituido los despachos por las grandes *praderas*, lo rústico por lo

contemporáneo, el papel impreso por las *tablets*. Ahora podemos ver a Paco Valero sin que le cubra la montaña de miles de papeles y libros que había acumulado en su despacho de Españoletto. Ahora comprobamos que los compañeros de desarrollo y tecnología sí existen de verdad, y no son esos entes dignos de un estudio de Iker Jiménez que se creía que estaban en el palomar de Españoletto pero sin constancia real de que existieran. Ahora, nuestro nuevo consejero delegado es Borja Foncillas, el director del área de desarrollo, lo que, sin duda alguna, apunta hacia la deriva tecnológica sobre la que cada vez se asienta más el servicio de consultoría financiera hoy en día. Ahora, que todo ha cambiado, seguimos siendo los mismos. Porque seguimos y seguiremos fieles a nuestros orígenes. Organizaremos nuevos talleres y jornadas de Banca, de Mercados o los recién estrenados de Seguros; madrugaremos para asistir a las reuniones de la mañana; recibiremos del área de

Organigrama de Afi, 2017



Fuente: elaboración propia

mercados el informe diario (y el semanal); y, en general, seguiremos trabajando por dar lo mejor de nosotros para que Afi siga siendo la empresa en la que confían nuestros clientes y de la que estamos orgullosos; que Afi siga siendo nuestro equipo de fútbol.

Las cifras de Afi

Los Recursos Humanos

Parece que ha quedado claro en estos 30 años que Afi ha evolucionado para adaptarse al entorno, pero que sigue manteniendo una serie de aspectos básicos que la hacen perdurar en esencia como lo que nació en 1987.

De aquellas tres personas que crearon Afi, la plantilla ha evolucionado hasta las 137 personas que formamos hoy la empresa. Para poder abordar ese proceso de crecimiento y diversificación han sido esenciales los recursos humanos, donde ha primado su cualificación diferencial, pero

también la motivación y el compromiso con el devenir del grupo y de las unidades empresariales en que cada uno desarrolla sus capacidades. En Afi se ha primado la búsqueda de la calidad, con independencia de otros aspectos más formales que se valoran en otras entidades. Así ha sido posible que convivan en nuestra plantilla los seguidores de Iron Maiden con los amantes de los gemelos y la gomina; los de la corbata en agosto y los de los vaqueros todo el año (pasando por la sempiterna pajarita del maestro Herce); los que se manifestaron en Sol en el 15M y los que llevan una foto de Mariano en la cartera. ¡Y bien orgullosos que estamos de un personal tan diversificado en la empresa! Si esa *complicidad* de los profesionales con el proyecto empresarial se erige en una faceta fundamental de la política de recursos humanos, la otra es, sin duda alguna, la especial atención dedicada al reclutamiento de personas para integrarse en el Grupo. Esa captación de capital humano

ha sido facilitada históricamente por la extracción universitaria de los fundadores del Grupo, con la lógica cercanía a, y capacidad de selección de, prometedores estudiantes universitarios. La cantera.

Esa política de reclutamiento asociada a la actividad formativa se ha venido enriqueciendo conforme Afi, a través de la Escuela de Finanzas, ha generado su propia oferta de formación de postgrado, que actualmente se centra en siete programas:

- Máster en *Banking & Finance*, que en el curso 2017-2018 llega a su 23ª edición.
- Máster en Finanzas Cuantitativas, que alcanza su 21ª edición.
- Máster en *Data Science y Big Data* en Finanzas, un programa realmente innovador en el mercado español, donde se lanzará el próximo año la 3ª edición.
- Máster en *Data Science y Big Data*. Programa más global que el anterior y con un carácter muy renovador y unas grandes perspectivas de crecimiento.

- Los Máster Executive de los tres últimos, similares en contenido, pero para profesionales que ya están trabajando en sus respectivas organizaciones.

Dado que en el diseño y desarrollo de dicha oferta se ha buscado, ante todo, potenciar las habilidades que deberían tener los profesionales del futuro en un entorno cada vez más complejo, los graduados de dichos programas se erigen en una importante *cantera* de profesionales para el propio Afi.

Pero no ha sido la única forma de captar a personas brillantes para formar la potente plantilla de Afi. Cualquier ocasión ha sido buena para encontrar a personas cuya genética fuera proclive a la esencia de Afi. La Universidad, por ejemplo, ha sido fuente de importantes incorporaciones: la llegada de Iñaki Ezquiaga, ya comentada, o las propias de Enrique Sánchez del Villar, cuyo examen perfecto en la asignatura de Emilio le costó la presencia posterior en el despacho de Emilio

para demostrar que no había copiado (resultó que no, que simplemente Enrique era, y es, un *crack*) y de Amadeo Reynés, quien a su destreza en la estadística supo sumar su desparpajo como representante de los estudiantes comunistas en la Autónoma, lo que le sirvió para conseguir la tarjeta de entrada en Afi. La presentación de tesinas y tesis en donde alguno de los cofundadores formaban parte del tribunal también ha sido fuente de detección de personas fundamentales en el devenir de la empresa: el propio Daniel Manzano o Esteban Sánchez Pajares, ambos miembros de la Comisión Ejecutiva de Afi, fueron *descubiertos así*. Las profundas relaciones de Afi con la cúpula industrial y financiera española ha sido otro medio de persuasión para la llegada de capital humano a Afi como Manolo Conthe, o incluso el actual subgoberandor de Banco de España, Javier Alonso, quien estuvo a punto de ingresar en Afi como fichaje externo. Aunque, efectivamente,

es la Escuela de Finanzas y el Máster en Banca y Finanzas, la mayor cantera de nuestra entidad. Mónica Guardado, David Cano, Diego Vizcaíno y Pablo Mañueco, los otros cuatro miembros de la actual Comisión Ejecutiva, provienen del máster, así como la mayoría del resto de socios y un buen número de consultores. En todo caso, no se puede dejar de señalar una de las características propias de la política de gestión de trabajadores de Afi: la participación accionarial se constituye en un efectivo mecanismo de compromiso de las personas con el proyecto empresarial. Por ello, desde muy temprano, a los profesionales en el Grupo se asignan responsabilidades y se potencian sus capacidades directivas y de gestión. Los seis socios profesionales de 1992 son hoy 23. Merece la pena comentar algunos rasgos de esa evolución accionarial. Desde la primera ampliación de socios profesionales, que tuvo lugar en 1994, el Grupo ha estado abierto a la



incorporación de nuevos compañeros. De hecho, en dicho año, al igual que en 2000, 2002, 2005 y 2013, se produjo la entrada de 5 o más nuevos socios, destacando el año 2000 con 10. Esto explica que, actualmente, el número de socios constituya una parte muy significativa de la plantilla total del Grupo, expresión de la gran relevancia que tiene el capital humano para sus actividades.

Por último, y no por ello menos importante, debemos hacer mención a una serie de personas sin las cuales no podríamos realizar nuestras actividades sin la eficiencia que nos caracteriza. Y es que deberíamos señalar, que detrás de la gran labor financiera que se realiza hay una gran labor de un personal de apoyo que, en muchos casos, conoce mejor Afi que muchos de los socios. Maribel Lupiáñez, Lucía Nogueroles, Belén Carrera y Lucía Cabañero (con más de 25 años en la empresa); Valle González (21 años), Nuria Pérez (16 años), Mar Roncero (13 años)

y Sany Garcés (10 años) son, o han sido, nuestras *secundarias* de oro y piezas indispensables en el organigrama de Afi sin las que Afi no sería el Afi que conocemos. Y no podemos olvidarnos de Virginia González, que pese a su juventud lleva 17 años en la casa siendo informal o formalmente la responsable de una Unidad Corporativa sin la que los consultores estaríamos más perdidos que Perico Delgado en un prólogo del Tour.

La evolución global de la plantilla del Grupo Afi figura en el gráfico de la página 225. Es importante destacar que, lo mismo que nos sucede con algunas variables económico-financieras, el hecho de que en dicho gráfico se detecte en momentos puntuales una ruptura con lo que hasta entonces había sido una senda de crecimiento prácticamente continuado, no representa realmente un elemento negativo para la evolución de la compañía y nunca ha sido contemplado como tal dentro del mismo, sino que es consecuencia

directa de cambios en el entorno o de decisiones estratégicas relacionadas con el abandono de algunas actividades que, en un momento determinado, no se considerarían apropiadas para Afi. Este es el caso de la importante reducción de la plantilla del Grupo que tiene lugar en los años 2002 y 2003, que, básicamente, obedeció a dos motivos diferentes:

- En 1999 se había constituido en torno al Grupo una empresa, CAP Auditores, sociedad de auditoría que, por razones legales, nunca ha sido una filial del mismo, pero cuya actividad se acostumbraba a sumar a la de CAP a efectos internos, en la medida en que su objetivo principal era apoyar la actividad de esta última empresa ampliándola al ámbito de la auditoría de entidades públicas, fundamentalmente entidades locales, en un momento en que clientes de este tipo se interesaban por estos servicios, sobre los que se proyectaba una elevada demanda.



Socios Afi

Francisco Fernández Escudero
 Pablo Guijarro Segado
 Virginia González Pérez
 Mónica Guardado Rodríguez
 Daniel Manzano Romero

Sin embargo, en los últimos meses de 2001 tuvo lugar el colapso de la empresa estadounidense Enron, con los efectos tan drásticos que supuso para sus accionistas, empleados, etc., además de su empresa auditora, Arthur Andersen, que no fue capaz de detectar el elevado agujero financiero que se había generado en dicha empresa y, por tanto, perdió toda su credibilidad como auditora, desapareciendo finalmente como tal a un nivel mundial. Este suceso, ajeno totalmente al Grupo Afi, que siempre ha hecho gala de mantener su independencia y una elevada credibilidad en sus actividades de consultoría y asesoramiento, puso de manifiesto los posibles riesgos que se podían derivar para dichas independencia y credibilidad de una actividad que, en último término, depende de la información suministrada por el cliente, cuya veracidad y adecuación no siempre pueden verificarse desde fuera, máxime

bajo un entorno de elevado contenido político. Como quiera que estos riesgos implicaban que eventualmente podría ponerse en cuestión la independencia y la credibilidad de las actividades de consultoría y asesoramiento del Grupo, se decidió traspasar la empresa CAP Auditores, con su negocio en curso y su plantilla, a otra sociedad de auditoría, dando de baja a este tipo de actividad en el seno del Grupo.

- En el año 2002 termina la implantación efectiva del euro como moneda única, lo cual tuvo diversas consecuencias en el Grupo, pero, sobre todo en CAP, que, tras un período de fuerte crecimiento de su personal, en el año 2001 llegó a tener más empleados incluso que la empresa matriz. En consecuencia, desaparecieron algunas tareas directamente relacionadas con dicha implantación. Una buena muestra de ello fueron las actividades de información al público sobre el euro en las capitales de provincia andaluzas,

con una o dos personas en cada una de ellas, que le fueron adjudicadas al Grupo por la Junta de Andalucía.

Por tanto, lo que aparentemente podría interpretarse como un retroceso del Grupo, en realidad respondió a la capacidad de aprovechamiento por parte del mismo de oportunidades derivadas de la implantación del euro, por un lado, y a una reafirmación, frente al objetivo de acumular negocio como mero negocio, de valores que siempre se han considerado muy relevantes en la actividad del Grupo, por otro.

Por el contrario, sí hubo una clara tendencia decreciente durante los años de crisis, 2008-2012, revertida a partir de entonces, reforzando la plantilla para acometer los retos que están por venir.

A nadie le puede sorprender, por tanto, que con esta estructura organizativa tan igualitaria entre hombres y mujeres y con las largas sesiones laborales que hemos llevado a cabo, aquello de la reproducción



Socios Afi

Esteban Sánchez Pajares
 Ángel Moreno Caso
 Silvia Izquierdo Hernández
 Arturo Rojas Parada
 Borja Foncillas García

de la especie no haya sido solo metafórica. Que se sepa (cuánto no se sabrá...) más de una veintena de parejas, con resultados diversos, se formaron en el seno de Afi. Aquí quedan retratadas las que llegaron a buen puerto: Juan José Jiménez y Maite Méndez; Ángel Ferrero y Esther Badiola; Alfonso Santiago y Berta Durán; Esteban Gómez Nadal y Pilar Bestúe; José María Nogueira y Sonsoles Gallego; Jorge Sicilia y Eva Cimadevilla; Esteban Sánchez Valverde y Gladys Sevilla; José Fernando Cañizares y María Jesús Marín; Samuel Arenas y Mercedes Marhuenda; Carlos Anaya y Victoria Pascual; Manuel Menéndez y Carolina Fernández-Puebla; Ángel Moreno y Nazareth Estalayo; Simón Sánchez del Moral y Virginia Pou; Pablo Guijarro y María Fernández; José Manuel Rodríguez y Victoria García.

Los resultados

La estrategia actual de Afi es, en esencia, la misma que ha seguido a lo largo de su historia: diversificar e innovar sus

actividades en función de las tendencias observadas en cada momento, siguiendo las líneas de conectividad en los diferentes proyectos que realiza. Es ahí donde reside la garantía de la continuidad del crecimiento sostenido registrado hasta ahora. Como en toda estrategia empresarial, su éxito en la práctica no va a depender solo de la calidad de su dirección y gestión, sino también del entorno al que nos enfrentamos. Mientras la primera no ha representado hasta ahora ningún problema relevante, dada la elevada profesionalidad y la experiencia de su equipo directivo, incluyendo la capacidad de renovación del mismo cuando se produce la marcha de alguno de sus miembros (la *reproducción de la especie* mencionada anteriormente), resulta evidente que el entorno no es algo que pueda presuponerse siempre favorable para nuestras actividades.

El crecimiento en el negocio de Afi fue exponencial en los primeros años, en

los que el buen hacer de los análisis y la consultoría de Afi repercutió en un reconocimiento generalizado en el mundo financiero que se tradujo en un aumento en el número de clientes y en la facturación de la entidad, con una madurez en la facturación tras la entrada en el euro y la venta de CAP Auditores, de más de 13 millones de euros.

La coyuntura económica, primero, y la crisis financiera que conllevó el proceso de fusiones e integraciones en el sector de las cajas en España, supuso un nuevo impulso en el negocio de Afi, que llegó a superar los 20 millones de euros al comienzo de la segunda década de los 2000.

Como hemos dicho, trabajar para que nuestros clientes dejen de ser nuestros clientes supuso un descenso en el negocio de la entidad en los años siguientes que, como no podía ser de otra manera, ya se ha corregido en el último año, volviendo a la senda del crecimiento.



Socios Afi

Óscar Ibáñez Velasco
César Cantalapiedra López
Iratxe Galdeano Larisgoitia
Diego Vizcaíno Delgado
José Manuel Amor Alameda

En este nuevo entorno donde las nuevas tecnologías se han hecho las protagonistas de todas las ramas del negocio y donde más que una época de cambios estamos viviendo un cambio de época, Afi se prepara para los nuevos tiempos con una organización diversificada donde se ha priorizado la internacionalización de sus servicios y la gestión tecnológica del cambio. Para ello parte con una serie de elementos que permiten ser optimistas: en el último año más de un 10% de la facturación se realizó fuera de nuestras fronteras; la apertura de la oficina de la Escuela de Afi en México; un nuevo consejero delegado, Borja Foncillas, que proviene del área de desarrollo tecnológico de Afi; una amplia gama de productos y servicios originados por cada uno de nuestros departamentos: la Escuela de Finanzas, *Macro&Market Research*, Servicios Financieros, la EAFI, el departamento de Economía Aplicada, CAP, Desarrollo y Tecnología, Corporate y el área de Finanzas Cuantitativas; nuevos socios

externos; un capital humano incomparable; y una motivación aún mayor, si cabe, que cuando nuestros tres cofundadores se embarcaron en el proyecto Afi.

Las personas de Afi hoy

Como hemos señalado, a punto de cumplir 30 años, Afi lo formamos, como diría nuestro consejero delegado: “141 personas y una veintena de becarios...” que más allá de la broma, la verdad es que son una pieza fundamental para nosotros, siendo, en su gran mayoría, estudiantes de la propia Escuela que quieren completar su formación trabajando con nosotros.

A fecha de 6 de noviembre de 2017, los 141 somos: Rocío Abalo Nogueiras, Ana Isabel Aguerrea Alzualde, José Manuel Amor Alameda, Marta Alberni Vicente, Fernando Arteaga Revert, Ignacio Astorqui Nebreda, Pablo Aumente Gómez, Lucía Ayllón Sánchez, José Barea Folguerras, Neftalí Barrero Parra, M^a del Pilar Barrios Gómez, Juan Manuel Bazo de

Pablos, Ángel Berges Lobera, Pedro Tomás Blanco Oliva, Susana Borraz Perales, Aitana Bryant Cano, Manuel Cabado García, Lucía Cabañero Delgado, José Javier Calderón Coronado, David Calero Moreno, Paz Calvo Mateo, Mireia Calvo Serna, David Cano Martínez, Cesar Cantalapiedra López, M^a Belén Carrera Méndez, Beatriz Castro García, Salvadora Cobo Díaz-Cano, Juan José Coín Arangüez, Jose María Contreras Beltrán, Alexandra Cortés García, Paula Coscolín Martín, David del Val Gómez, Carlos Díez Hernando, Daniel Domínguez Palomo, Ana María Domínguez Viana, Selene de las Nieves Dorta Rodríguez, Víctor Echevarría Icaza, Mario Encinar del Pozo, Nazareth Estalayo Velasco, Raquel Expósito Álvarez, Carolina Falcato Córdoba, Francisco José Fernández Escudero, Beatriz Fernández de Loaysa Martín, Ramón Fernández-Oiva Carrasco, Helena Fernández-Pacheco Hernández, Borja Foncillas García, Stefania Freire Granda,



Socios Afi

David Cano Martínez
 Javier Paredes Bordegé
 Paula Inés Papp
 Pablo Mañueco Galindo
 Pilar Barrios Gómez

Daniel Fuentes Castro, Iratxe Galdeano Larisgoitia, Sany Garcés Molina, Alexandra García Lorenzo, Victoria García Grandes, Raquel García Gómez, Moisés García Cogolludo, Paloma García Ruiz, Isabel Gaya Eve, Manuel Gende Martín-Gil, Javier Gil Mansilla, Cristina Gómez Sánchez, M^a Montaña González Broncano, Juan José González Crespo, Nereida González López, Virginia González Pérez, M^a del Valle González Manzananas, David Granados Benavides, Mónica Guardado Rodríguez, Pablo Guijarro Segado, Raquel María Hernández Falcon, Pablo Ignacio Hernández González, Moisés Hernández Morales, Eduardo Herráez Alcocer, Carmen Hoya Quecedo, Óscar Ibáñez Velasco, Silvia Izquierdo Hernández, Salvador Jiménez Albert, Álvaro Jiménez Bernal, Patricia Macarena Juárez Patrón, Maite Lanchas Lanchas, Isusko Larrinaga Basarrate, Carmen López Herrera, Verónica López Sabater, Álvaro López Vivas, M^a Isabel

Lupiañez Romero, Carlos Magán Pérez, Daniel Manzano Romero, Víctor Martín Hernández, Alexandre Martínez Saceda, Pablo Mañueco Galindo, Silvia Meiatini, Pablo Méndez Barrio, Diego Mendoza Ruano, Carolina Merino Ajenjo, Carlos Mesón Arana, Jesús Morales Serrano, Dafne Morán Delgado, Ángel Moreno Caso, Lucía Nogueroles Jiménez, Nicolás Notario McDonell, Emilio Ontiveros Baeza, Pablo Ortega Moreno, Magdalena Oslé Herrero, Paula Inés Papp, Jorge Pardo Blazquez, Francisco Javier Paredes Bordegé, Rocío Parrilla Merino, Ricardo Pedraz González, Alfonso Pelayo Tejo, Irene Peña Cuenca, Nuria Pérez Navarro, Esther Picó Sanchis, Javier Pino Estévez, María Piovesán, Cristian Angel Portillo Martín, Jesús Acisclo Portomarín Benavente, Carolina Pos Sánchez, Diana Posada Restrepo, Manuel Pozo Muñoz, Tania Rodríguez Cano, José Manuel Rodríguez Madrid, Arturo Rojas Parada, Carlos Fernando Rojas Traverso, María

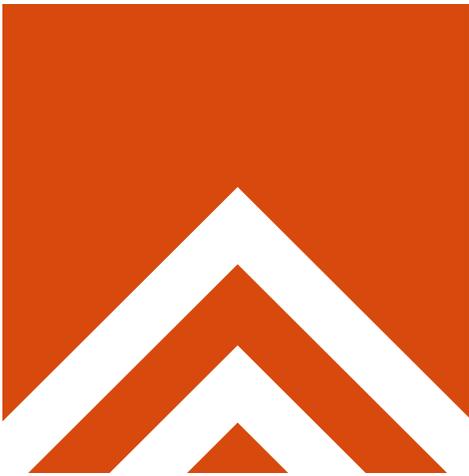
Romero Paniagua, M^a del Mar Roncero Sánchez, Jose Daniel Sánchez Casado, Francisco Sánchez Garrido, Esteban Sánchez Pajares, Isabel María Sánchez Rubio, Manuel Santiago Español, Patricia Sanz Manso, María Serra González, José María Serrano Molina, Raquel Soriano Ferrer, Andrés Souto Suárez, Jaime Téllez Lazcano, Paula Tello Moreno, Federica Troiano, Belén Tubío Porta, Susana Uclés Román, Francisco José Valero López, José Antonio Viaño González y Diego Vizcaíno Delgado.

Con este equipo, y el que vendrá, tenemos, sin duda, Afi para rato.



Afi visto por ex-Afis

recuerdos
y experiencias
de quienes
ahora *nos ven
desde fuera*



La nómina de quienes han contribuido al proyecto Afi desde dentro es larga, muy larga... Tres décadas es tiempo suficiente para que al proyecto se hayan sumado incluso diferentes generaciones. En algunos casos, en muchos de ellos realmente, la incorporación a Afi fue su primera experiencia profesional. Directamente desde la Universidad, al acabar sus estudios, en el principio de los tiempos. Después, de manera creciente pero no excluyente, desde las aulas de nuestra Escuela de Finanzas tras la puesta en marcha hace ya veintitrés años del primer

Máster de Banca y Finanzas. Pero también, en el otro extremo, se incorporaron profesionales y académicos que ya venían equipados de una curtida trayectoria, con la que contribuyeron al nacimiento y desarrollo de nuevas líneas de conocimiento y actividad que en nuestro origen no habríamos imaginado.

El monopolio de los economistas dio paso con el tiempo a otras especies que, sin falsa modestia, atisbamos que iban a ser relevantes en el futuro y tuvimos la fortuna de saber integrar. Matemáticos que vieron en la economía y las finanzas un ámbito novedoso en el que aplicar su capacidad analítica y de modelización. Ingenieros que amplificaron nuestra capacidad de llegada a los clientes y a la sociedad con las nuevas tecnologías de la información, que potenciaron también, con la creciente disposición de modelos y de datos, nuestra capacidad de medir, de valorar y de proyectar de manera más precisa. No solo; abogados, periodistas o geógrafos, entre otros,

han formado parte de nuestro equipo.

De toda esta *fauna diversa* hay exponentes hoy en nuestra casa. También fuera. Buenos compañeros, amigos que mantienen vínculos afectivos con Afi, pero también excelentes profesionales que pueblan hoy en posiciones de primer nivel una buena parte de sectores económicos, instituciones privadas y organismos públicos en España y en todo el mundo.

Algunos de ellos –de los que nos dejaron sin haberse ido del todo, representativos de esta fauna de jóvenes y menos jóvenes, economistas, matemáticos o tecnólogos– se han querido sumar a esta celebración de nuestro treinta aniversario con unos breves testimonios que recogemos en este capítulo.

Nuestro agradecimiento y reconocimiento, que queremos extender a todos aquellos otros que también pasaron por nuestra casa.

Daniel Manzano

Amadeo Reynés Pascual

Un matemático que iba para astrónomo



Responsable Corporativo
de Riesgo Fiduciario
y de Custodia,
Banco Santander

En Afi: desde enero de 1988
hasta marzo de 2004.

Treinta años ya de la fundación de Afi y sus primeros dieciséis años coincidieron con mis primeros dieciséis años de vida profesional. Huelga decir, por tanto, que fueron años determinantes para mi desarrollo profesional y personal. En lo personal, por los buenos amigos que hice y que han perdurado a pesar de que nuestras trayectorias siguieron caminos distintos en los últimos años. En lo profesional porque no podría explicar la versatilidad de mi devenir laboral sin referirme a la escuela, las habilidades técnicas y personales...; al bagaje, en suma, que adquirí y al que, modestamente, creo que también contribuí en Afi.

Seguramente mi visión de Afi está muy condicionada por ese ambiente tan particular de los primeros años, el que dicen los manuales que impregna lo que hoy llamaríamos una *start-up*. Son múltiples las divertidas anécdotas que podría contar de esos años: sobre la elaboración de los informes y los medios artesanales que nos tenían hasta altas horas de la noche del viernes a *Paquillo*, Enrique y a mí (entre otros) en la *sala de máquinas* (reprografía y fax); sobre los primeros *pinitos* que hicimos Enrique y yo en modelos econométricos (menos mal que Daniel acabó el servicio militar y se incorporó a Afi para poner un poco de rigor); sobre la agencia de modelos con la que compartíamos planta en el edificio de la calle Caracas que fue la primera sede de Afi...

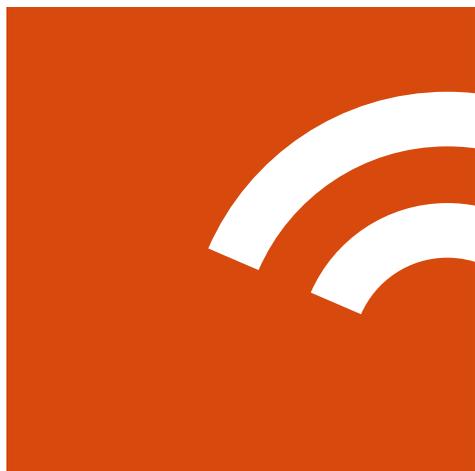
Pero Afi (y nosotros con ella) creció y maduró, afrontó los habituales problemas de crecimiento en un periodo (el que me tocó vivir) de expansión y apertura de

nuestro sistema financiero, de emergencia de las nuevas tecnologías de información, etc. Fueron años de grandes aciertos y también de algunos errores. Pero si miro atrás creo que todos los que vivimos esos años coincidiremos en una cosa y, es que Afi nunca perdió sus señas de identidad originales: la curiosidad intelectual, el rigor académico, la capacidad de adaptarse y anticipar los cambios, el gusto por las cosas bien hechas y un fuerte sentimiento de equipo.

Todo eso me llevé de Afi y me sonrío ahora cuando vuelvo la vista atrás y recuerdo la pirueta del destino que llevó a un matemático como yo, que iba para astrónomo, a un proyecto algo temerario de empresa de análisis financiero impulsado por un *iluminado*, Emilio, que allá por el año 1986 o 1987, en una conversación casual a la salida de una Junta de Gobierno de la Universidad Autónoma de Madrid, me dijo algo así como: “Cuando acabes la carrera, llámame. Estoy montando una empresa de análisis financiero y creo que los matemáticos vais a jugar un papel fundamental en el desarrollo de los mercados financieros.” ¡Y le llamé!

Miguel Morán Serrano

¿Era Analistas el paraíso terrenal?



Director de Comercio Internacional-Asesoramiento y Estudios, S.L. y Coordinador de «Financiación internacional a corto plazo» en el «*Master in International Management*», de la U.M.P e ICEX-CECO.

En AFi: desde marzo de 1988 hasta diciembre de 1993.

No sé si seré el pepito grillo del trigésimo aniversario. Pero, en mi caso, no voy a poner por las nubes a Analistas. Aunque, para ser justos, tampoco hay motivos para bajar a los infiernos. Mi época en Analistas, en la prehistoria de la empresa, tuvo claros y oscuros (activos y pasivos, podríamos decir).

Un período ilusionante en el que pasé del sector público al privado, para desarrollar un área en la que había ya adquirido cierta experiencia: el comercio exterior; solo que ahora sería desde la perspectiva financiera. Años intensos, en el arranque de la empresa, para alcanzar la rentabilidad y sentar las bases de su prestigio futuro. Recuerdo, como diferencial, el ambiente «familiar» en el que nos movíamos: para conseguir una cosa (o no), solo había que levantarse e ir al despacho (habitación) de al lado, en lugar de escribir una «Comunicación de orden interno», como venía de hacer en el Instituto Español de Comercio Exterior o en la Cámara de Comercio. Burocracia cero. Claro, éramos seis, ni uno más ni uno menos, en un piso de vivienda, en la calle Caracas. Cuando me fui debíamos ser unos 30-40 y ya se pasaba a la tercera sede, la de Españolito. Recuerdo de aquella época el intenso trabajo; la enorme tensión que me generaba volver a ser formador, aparte de «analista»; las «benditas» consultas de los viernes por la tarde; las, de vez en cuando, broncas con mi jefe, y amigo, Emilio Ontiveros; y los viajes constantes, por distintas partes de España, predicando la «buena nueva». De lo que más me quejaba, creo recordar, era de

la obsesión por el trabajo que había en la empresa.

Pero, en definitiva, como decía Camilo José Cela, «a las cosas no hay que darle más importancia que la que tienen, que no suele ser mucha». Analistas supuso una etapa interesante y muy importante en mi vida laboral; ni cielo, ni infierno. Analistas no era el paraíso terrenal, pero lo que había fuera, tampoco. Ni los que hemos pasado por ahí, y nos hemos ido, somos Abeles. Sea como sea, de vez en cuando sigo soñando con que vuelvo a trabajar en Analistas... y no son pesadillas.

Y quiero, para terminar, agradecer, a todos los compañeros que tuve entonces, tanto del equipo técnico como del administrativo, por su profesionalidad y por lo que, sin duda, aportaron a mi vida, y a Emilio Ontiveros por empujarme a participar de esa experiencia y por invitarme ahora a contarla.

Enrique Sánchez del Villar Boceta

Consecuencias de mi paso por Analistas



Consejero Delegado de Unicaja Banco

Me incorporé a Analistas Financieros Internacionales en julio de 1988, al poco tiempo de su constitución como empresa. Se trataba de mi primer trabajo, ya que ese mismo año finalicé la carrera de Ciencias Económicas y Empresariales en la Universidad Autónoma de Madrid. Me reclutó Emilio Ontiveros, mi profesor de Finanzas Internacionales durante el último año de carrera y Director General de Afi en aquel momento. Y aquí surge ya un elemento que a mi entender es uno de los principales rasgos característicos de Analistas: la influencia de la Academia.

En efecto, Analistas nace a partir de un grupo de profesores de la Universidad Autónoma y toda su actividad posterior siempre ha estado impregnada de un estricto rigor académico. Sin lugar a dudas, este hecho ha contribuido al prestigio con el que la opinión de Analistas ha sido y es recibida por sus clientes y por la sociedad en general. Un prestigio al que algo habremos contribuido los que allí hemos trabajado pero, sobre todo, del que nos hemos beneficiado en nuestras carreras profesionales.

Desde el inicio Analistas desarrolló una línea de negocio centrada en la formación en finanzas, que cobró mayor peso posteriormente con la creación de la Escuela de Finanzas Aplicadas (EFA). El desempeño por buena parte del personal de Analistas de la labor de analista/consultor en paralelo a la de profesor de la Escuela de Finanzas fue, no solo un acierto empresarial, sino también un sistema de desarrollo profesional de enorme valor colectivo e individual.

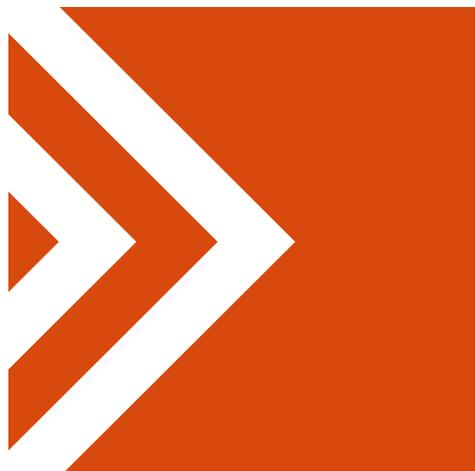
También Analistas ha sido un ejemplo del intra-emprendimiento, como se puso de manifiesto con la creación de Consultores de las Administraciones Públicas, para atender las necesidades de asesoramiento de un sector público en plena modernización, y de Tecnología, Información y Finanzas. El segundo caso, además, supuso la anticipación de la enorme transformación que las Tecnologías de la Información y las Comunicaciones tendrían posteriormente en la economía. Posiblemente en aquella visión, y en su desarrollo posterior, se sustenta la calidad y el prestigio que ostenta a día de hoy el área de tecnología de Analistas. De todos estos procesos he podido extraer valiosas enseñanzas.

Sin lugar a dudas mi paso por Analistas ha condicionado mi visión del mundo laboral, exigiéndome y exigiendo a mi entorno el cumplimiento de unos principios que, desde mi punto de vista, han formado parte de la cultura de este Grupo: el rigor analítico, el compromiso con el proyecto y la honradez, tanto profesional, como personal. Además, ha generado un orgullo de pertenencia que perdurará con independencia de mi devenir profesional en el futuro.

En Afi: desde julio 1988 a junio 2007 y desde enero de 2013 hasta enero de 2015.

Ignacio Ezquiaga Domínguez

**Pensar despacio, discutir
mucho en equipo y escribir
rápido**



Director General de Finanzas
en BMN

Es un honor para mí escribir esta nota con motivo de la celebración de los treinta años desde la creación de Afi: no solo porque, después de haber participado, en *cuerpo y alma*, en los primeros años de esta compañía, me siento todavía hoy parte de la *escuela Afi* -una forma de enfocar y analizar las cuestiones financieras, de transmitir las conclusiones o juicios propios para que sean útiles y una actitud de servicio que nos marca como economistas-, sino también porque creo que, más objetivamente, Afi es un proyecto muy relevante en la intrahistoria de las finanzas en España y en la formación, en el sentido más integral, de muchos directivos de este campo en entidades financieras, empresas o gobiernos. Durante los quince años que han pasado desde que dejé Afi, he podido comprobar –ya desde fuera– la utilidad de su presencia para todos sus clientes, sus lectores y sus aulas. Y su capacidad para *reproducir la especie*, desarrollándola y expandiéndola a nuevos campos y latitudes.

Mis recuerdos de mi etapa Afi son muy positivos y están vinculados directamente a la memoria del desarrollo de los mercados de la peseta, a la integración monetaria europea y la modernización de la gestión financiera, volcados en una voluntad de servicio que entre todos convertimos en modelo de negocio. Pensar despacio, discutir mucho en equipo y escribir rápido, día a día, para contarlo a nuestros clientes: al inicio por télex, después por fax y finalmente, por internet. Y muchos vuelos y reuniones por todo el país. Además, los proyectos

de consultoría bancaria, o con empresas industriales, y la creación de Consultores de las Administraciones Públicas, acompañando a los gobiernos y sus empresas en el desarrollo de su función financiera.

En 2002 me pasé al *otro lado* y me convertí en cliente, en Cajamurcia primero y en BMN después. Desde entonces he sido muy consciente de la importancia de Afi, un equipo que ha sabido crecerse en las circunstancias más difíciles de nuestro país, manteniendo una presencia permanente como referente del análisis, apoyo para sus clientes de la toma de decisiones y en sus proyectos y voz rigurosa en los medios.

En Afi: desde 1989 hasta 2002.

Esteban Gómez Nadal

La época que más innovación he respirado en toda mi vida



Managing Director.
The Palladium Group

Cuando aquella mañana del principio de 1990 salí del despacho de Emilio Ontiveros en la calle Peligros, con su carta de recomendación en mi cartera para completar mi proceso de admisión para enrolarme en un MBA en INSEAD, poco imaginaba que al día siguiente mi vida iba a dar un –fantástico– giro gracias a él y a Afi. A Emilio porque, tras aquella visita, tuvo la idea de proponerme que me hiciera cargo del equipo de análisis bursátil que se incorporaba a Afi como consecuencia de la creación de Ahorro Corporación. Y al conjunto de Afi porque tras aceptar esa propuesta, un poco sorprendido pero con tremenda ilusión, me hacía partícipe de un proyecto único que me hizo crecer como profesional y como persona. El equipo con el que contaba Afi era sencillamente espectacular y aprendí de todos y cada uno de sus miembros en un ambiente en el que se respiraba ilusión y pasión por el trabajo bien hecho. Ahora que se habla mucho de innovación, se me ocurre que el año que pasé en Afi fue la época que más innovación he respirado en toda mi vida.

Aunque mi carrera profesional me llevó más tarde a sectores como telecomunicaciones o publicidad, lo que aquel equipo era capaz de *inventar* para que los clientes de Afi tuvieran el mejor servicio es indescriptible. Y así ha seguido siendo hasta hoy, cuando se celebran treinta años del nacimiento de un proyecto que sin duda ha hecho historia en el sector financiero y que merece el mayor de los reconocimientos. Veinticinco años después de haber salido de Afi,

sigue siendo mi referente como grupo humano, como empresa y como autoridad en el mundo financiero. Ha sabido reinventarse continuamente para adelantarse a tendencias y ciclos, atrayendo a los mejores profesionales y entrando con éxito en nuevas áreas de trabajo. Todo ello manteniendo los valores originales de su fundación. No hay palabras para agradecer todo lo que las personas que conformaban Afi (¡las querría nombrar a todas pero excedería el límite de espacio!), muchas de ellas todavía ahí, me aportaron. Es un honor poder compartir esos sentimientos en este libro conmemorativo.

En Afi: desde 1990 hasta 1991.

Roberto Knop Muszynski

Intenso y sofisticado aprendizaje



Presidente JLL Valoraciones

Un mes después de acabar la carrera, en julio de 1991, tuve el privilegio de incorporarme en Analistas Financieros Internacionales junto a tres compañeros de facultad que habíamos tenido a Emilio Ontiveros como profesor de Finanzas Internacionales en el último año de Económicas en la Universidad Autónoma de Madrid. Nos sentimos entonces unos afortunados y hoy, veintiséis años más tarde, no puedo menos que refrendar aquella sensación. Nos incorporábamos a una empresa pequeña, fundada cuatro años antes por un selecto conjunto de profesionales provenientes del mundo académico, con un proyecto ambicioso cuyo principal reto pasaba por traspasar ese ámbito y aterrizar en la realidad de un mundo financiero que desde entonces no ha hecho más que evolucionar.

Mi paso por Analistas Financieros, en el Programa de Asesoramiento Monetario en primera instancia y por el Servicio de Asesoramiento en Instrumentos Derivados posteriormente, cimentó los pilares profesionales por los cuales discurriría mi carrera profesional. Sin duda, esos primeros años de intenso y sofisticado aprendizaje me permitieron establecer una sólida base profesional muy valorada en el sector. Un punto clave en mi experiencia personal y profesional en Analistas fue el espaldarazo al mundo de la formación en el ámbito financiero, una de mis pasiones gestada por entonces. Haber tenido la oportunidad de dar mis primeros pasos docentes en la Escuela de Finanzas Aplicadas hace un cuarto de siglo ha sido determinante en mi desarrollo profesional y personal.

En 1997 decidí proseguir mi carrera profesional en el ámbito bancario, lo que no impidió que a día de hoy mantenga esta estrecha relación con Analistas, con una enorme vinculación a la Escuela de Finanzas tanto en el ámbito docente con la misma pasión del inicio, así como en el ámbito de su Consejo Académico.

Desde fuera del Grupo, en el sector bancario, Analistas Financieros Internacionales siempre ha sido un referente y en prácticamente todos los destinos en los que desarrollé mi carrera profesional tuve el privilegio de poder contar con Afi como consultores de primera línea. Migrando hacia el sector inmobiliario como Director de Riesgos de SAREB, nuevamente quisimos tener a Afi como apoyo en aspectos estratégicos, ya que la solvencia de la casa en esos menesteres no tenía competidor.

Los 16 profesionales que configuraban Afi en mi incorporación en 1991 hemos crecido, madurado –y hasta envejecido!– al tiempo que la compañía se ha expandido, multiplicado notablemente y sabido adaptarse a los nuevos tiempos manteniendo su espíritu, independencia y saber hacer. ¡Es un caso único y especial, como lo es que hoy pueda decir que sigo siendo parte de ese gran Proyecto al que *Aficionarse!*

En Afi: desde julio de 1991 hasta enero de 1997.

Enrique Martín Barragán

Donde pude aprender y desarrollarme profesionalmente



Director General – JLL Valoraciones

Cuando recibo la petición de escribir unas líneas para resumir mi experiencia en Afi y mi visión desde fuera, pienso que a nadie se le oculta que hacerlo en 300 palabras puede ser complejo, pero *ello no es óbice* para intentarlo.

Echar la vista atrás para revisar mi experiencia en Afi es casi hacer un repaso de toda mi carrera profesional. Llegué a la compañía en 1992 por primera vez, en una primera etapa que se extendió tres años. Volví a reincorporarme en el otoño de 2004, y esa segunda etapa se extendió hasta casi finales de 2012.

La sensación en esa segunda etapa fue un tanto curiosa. Cuando te encuentras con alguien a quien no ves hace tiempo, te da la sensación de que ha envejecido, sin darte cuenta que el tiempo también ha pasado para ti. En mi reincorporación, tras casi diez años, la sensación fue la contraria, parecía que para mí había pasado mucho tiempo y que Afi no había cambiado.

Se seguía manteniendo ese rigor académico para intentar analizar cualquier asunto relevante con un alto nivel de exigencia al revisar información, y esa sensación de responsabilidad de que las opiniones emitidas afectaban a las decisiones de muchos clientes.

Ese atributo no solo se apreciaba desde dentro, sino que también lo había experimentado durante mis diez años fuera, como era reconocido por todas las compañías que habían tratado con Afi.

En ambas etapas pude disfrutar de la posibilidad de aprender y de participar en procesos de cambio importantes en el sistema bancario -mi trayectoria en Afi y

fuera de Afi ha estado muchos años vinculada al sector bancario-. La involucración activa en cambios muy relevantes para el sistema bancario, especialmente en la reestructuración del mismo desde el año 2008, fue un reto profesional que, probablemente, no podría haber afrontado desde muchas otras compañías.

Desde fuera, y con la perspectiva de estos cinco años desde que salí de Afi, la sigo viendo como la casa en la que pude aprender y desarrollarme profesionalmente, y en la que mi aportación, mayor o menor, fue reconocida. Eso deja siempre una sensación de seguir formando parte de la compañía, manteniendo el interés por su trabajo y por su evolución.

En Afi: desde 1992 hasta 1995 y desde 2004 hasta 2012.

María Fernández de Córdoba Martos

Una cultura organizacional adelantada a su tiempo



Directora Clientes Corporativos de Microsoft Chile

Como la de muchos en esta casa, mi experiencia profesional se inició en Afi, una semana después de licenciarme en Económicas en el verano de 1992. Ese verano estalló la crisis de la peseta junto a la del resto de las monedas que representaban los países con políticas económicas más laxas del sur de Europa. No lo había pensado antes, pero es posible que ese estreno profesional en plena crisis de la *pela* ayudara a formar mi carácter resiliente y mi atracción por todos los proyectos que conllevan incertidumbre y cambio permanente.

Sin embargo, lo que más me marcó de Afi fue su *adelantada cultura organizacional*; lo aprendido en este sentido me ha acompañado a lo largo de mi vida y ha sido uno de los pilares de mi crecimiento profesional. Captar talento no es fácil, mucho menos retenerlo, y ya desarrollarlo internamente y lograr que varias especies diversas colaboren, aprendan los unos de los otros y generen valor, es el sueño de toda empresa. Yo diría que esta es la especialidad de Afi, que inventó la fórmula mucho antes de que los Google y los Amazon de turno hubieran nacido. Afi siempre ha sido joven y abierta. Afi ha sabido capitalizar la diversidad de su talento, empoderando y entregando independencia y responsabilidades a cada uno de sus analistas. Afi es un lugar donde lo más importante es la capacidad de aprendizaje del colectivo, potenciando el conocimiento de cada uno de sus miembros. Su estructura plana, su modelo de reflexión y análisis colectivo, y la creación de un espacio relajado, abierto y seguro para

lo diferente, lo arriesgado y los que se equivocan son la clave de Afi, para que el colectivo siga aprendiendo y la empresa creando valor.

En aquellos años como analista, nunca fui consciente de esta particularidad. Sin embargo, a medida que he ido acumulando experiencia en otras organizaciones, iba entendiendo el importante peso que la cultura de Afi me había dejado; de cómo esta ha influido en mi forma de relacionarme y ha marcado mi estilo de liderazgo.

Hoy, en Microsoft, me dedico a ayudar a grandes empresas del sector privado y público a adoptar nuevas soluciones tecnológicas para avanzar en su transformación digital; en un mundo en que la mayoría de las empresas necesitan cambiar la forma en que se relacionan con sus clientes, sus procesos e incluso sus modelos de negocio, la principal barrera con la que me encuentro es la obsolescencia de sus culturas organizacionales, con limitada capacidad de aprendizaje. Es difícil cuantificar el valor del liderazgo y la cultura; yo me siento una afortunada de haber capitalizado ese valor a lo largo de mi vida. Gracias a César, Sonsoles, Enrique, Daniel, Ángel y Emilio, por vuestro liderazgo. Gracias Afi. Siempre he sabido que nunca me habría podido considerar un economista *completo* sin mi paso por Afi. También, que no solo técnicamente –herramientas, teoría y mercados– sino también profesionalmente e incluso desde una perspectiva humana, hoy no sería el que soy sin todo lo que aprendí en Analistas Financieros Internacionales: trabajo

En Afi: desde verano de 1992 hasta 1996.

Juan Moscoso del Prado Hernández

El orgullo de ser un analista



Doctor en CC. Económicas por la UAM.
Ha sido diputado a Cortes en las VIII, IX y X legislaturas y Portavoz de Economía (GPS-PSOE) en el Congreso.

En Afi: desde 1993 hasta 1994.

Siempre he sabido que nunca me habría podido considerar un economista *completo* sin mi paso por Afi. También, que no solo técnicamente –herramientas, teoría y mercados– sino también profesionalmente e incluso desde una perspectiva humana, hoy no sería el que soy sin todo lo que aprendí en Análisis Financieros Internacionales: trabajo en equipo, responsabilidad compartida, esfuerzo, estudio, transversalidad, rigor, y también –¿cómo no?– saber aplicar cuando no queda más remedio la fórmula del *ahí te quiero ver* para buscarte la vida ante cualquier tipo de petición extraña.

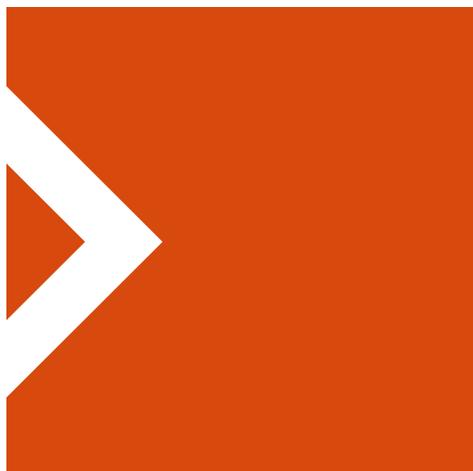
Siempre he llevado con mucho orgullo esa etapa de mi vida. Entonces éramos unos veinte, todavía en Virgen de los Peligros, aunque ya con Españaoleto en marcha al final de mi periodo. Entonces internet no existía, y nuestros sesudos análisis monetarios, financieros, de derivados, coyuntura, divisas varias -en aquellos días el euro era un sueño-, o sobre lo que hiciera falta los mandábamos a las tantas desde una siniestra máquina llamada megafax, o en un disquete que recogía un mensajero. En aquellos tiempos todos hacíamos casi de todo: análisis, escribir, meter datos a mano, dar formación, visitar clientes, comernos las pastas de los jefes, investigar y opinar. Lo pasábamos muy bien, a veces nos peleábamos y casi siempre dormíamos poco. En Afi se practicaba y se sigue practicando un rico humanismo científico pegado a la realidad, a la vida, a sus socios y trabajadores, quienes constituyen su principal capital. Un equipo

cosmopolita con una cultura propia siempre en la vanguardia económica y financiera, pero también en la social, política, artística, literaria... Creo que ese es el secreto de Afi.

La fórmula de su éxito es la imbatible calidad de su capital humano, y su capacidad de trabajo, siempre mucho trabajo. Un grupo en el que me honra tener buenos amigos y amigas (entre los actuales y también entre los *antiguos* y los *más antiguos todavía*). Y sé que esas son las razones por las que yo siempre me he sentido como si nunca me hubiera ido de Afi.

Amando Sánchez Falcón

Felicidades a todos



Director Ejecutivo de Portugal
y Corporativo de Servicios de DIA

El 28 de diciembre de 1993 el Banco de España interviene Banesto, desbancando al todopoderoso Mario Conde, e iniciando una nueva etapa en la concentración del sector bancario en España que ha llegado a nuestros días.

Ese mismo día me incorporé a Analistas Financieros Internacionales en las oficinas de la calle Virgen de los Peligros, después de haber conocido a uno de sus socios en mi etapa de alumno en la Universidad Autónoma de Madrid.

Esa tarde se vivió en la oficina una sensación de agitación que se mantuvo durante toda mi estancia en la empresa donde me forjé como profesional.

La tarea de llevar a cabo un glosario del sector financiero, permaneció inacabada, ante la multitud de proyectos que se fueron acumulando en la mesa.

Fueron cerca de tres años de intenso trabajo y de crecimiento, personal y profesional, con una receta que combinaba a partes iguales el análisis detallado, el rigor académico, un enfoque eminentemente práctico y una dedicación sin condiciones a las necesidades del cliente.

En las distintas etapas de mi carrera profesional, he tenido la ocasión de trabajar con distintos equipos de Analistas y puedo decir, con satisfacción, que ese espíritu sigue vivo.

Durante estos años, Analistas ha sido testigo de la excepcional transformación que ha vivido la economía española, sus empresas y en particular, su sistema financiero.

El hecho de que Analistas haya sobrevivido a la espectacular concentración que ha vivido el sistema financiero español,

y en particular las cajas de ahorro, que constituían la principal base de clientes de la firma, habla por sí misma de su capacidad de transformación e innovación, que constituyen la esencia de una empresa.

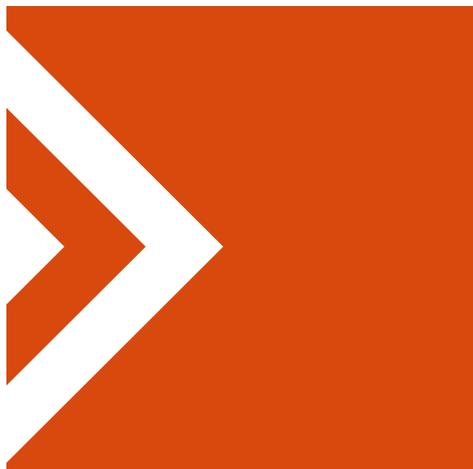
Me reconozco en deuda con Analistas, sus socios y cada una de los empleados con los que coincidí en mi etapa, y me considero un producto de la escuela de profesionales que iniciaron su carrera en Analistas.

Muchas felicidades a todos los que hoy forman parte de Analistas y también a los que, como yo, han sido parte de esta historia que cumple ahora treinta años y que, a buen seguro, está llamada a cumplir muchos más.

En Afi: desde 1993 hasta 1996.

Esther Badiola Guerra

Intuición, análisis y vocación europeísta



Economista Jefe de la Estrategia de Cambio Climático del Banco Europeo de Inversiones

En Afi: desde 1993 hasta 1998.

Querido Emilio, queridos todos, Agradezco muchísimo la oportunidad de felicitaros en vuestro treinta aniversario.

Cuando me incorporé a Afi en su entonces recién estrenada sede de la calle Españolito, apenas pasaban unos meses de la celebración del 5º aniversario. Hoy, mirando atrás, me siento parte de su historia empresarial y muy orgullosa de haber podido contribuir modestamente a alzarla a los primeros puestos del panorama de consultoría económica y financiera española.

De esta exitosa trayectoria, me gustaría destacar tres de vuestras cualidades que creo que han sido fundamentales. Primero, la intuición. Pocos como vosotros han sabido ir tomando el pulso de la economía española e identificar las oportunidades para seguir creciendo. Fruto de esta intuición y de vuestra proactividad nacieron las filiales de Consultores de las Administraciones Públicas (CAP) y la Escuela de Finanzas Aplicadas (EFA), por mencionar solo dos de las exitosas iniciativas lanzadas estos años y que os han convertido en el amplio y dinámico grupo de consultoría que hoy sois.

Segundo, el acierto de saber mantener el delicado equilibrio entre la economía financiera y la economía real y el apoyo, siempre fino y acertado, a nuestras empresas y sectores productivos como motor de empleo y crecimiento. Así nació el Servicio de Apoyo a la Exportación o el excelente Servicio de Asesoramiento al Sector Energético, entre otros. Creo que este anclaje en la evolución del PIB y la comprensión del papel de sus

actores fundamentales os ha permitido sortear los temporales financieros y políticos recientes. Y también creo que este mismo rigor analítico seguirá siendo fundamental para entender los desafíos de la necesaria transición hacia una economía sostenible, digital e inclusiva en la que ya estamos inmersos.

Y tercero, no menos importante, vuestra clara vocación europeísta. Desde aquella primera edición de la *Guía del Euro: Todas las respuestas sobre la moneda única* ya intuíaís que este nuevo paso en la profundización en el proceso de Unión Europea cambiaría nuestros destinos. Hoy Afi avanza ya con paso firme en consultoría internacional, aportando su buen hacer en respuesta a los grandes retos globales de nuestra época.

Solo me queda felicitaros por los logros conseguidos, por la excelencia de los grandes profesionales que habéis ido construyendo Afi a lo largo de estas tres décadas y desearos al menos otras tantas de grandes éxitos profesionales.

Con todo el cariño,

Juan Cebrián Torallas

La familia de la que todavía siento formar parte



Director Corporativo – Regulatory
Public Affairs, CaixaBank

Creo que puedo considerarme una persona afortunada por haber tenido la oportunidad de formar parte de la familia de Analistas Financieros Internacionales y, sinceramente, puedo afirmar que ello contribuyó de manera decisiva a fomentar los cimientos de mi carrera profesional.

Casi en *pantalones cortos* empecé mi andadura en Afi. Era poco más que un chiquillo cuando, recién salido de la facultad de Económicas, me uní para una estadía de verano que acabó convirtiéndose en una fructífera relación de casi ocho años. Hoy, echando la vista atrás, esos ocho años no me parecen tan largos como intensos. En aquel tiempo tuve la oportunidad de ampliar notablemente mi formación académica y participar activamente en uno de los períodos más fecundos del desarrollo económico y financiero de España.

Durante la segunda mitad de los años noventa pude ser testigo de excepción del proceso de convergencia de España para integrarse en el euro y del impresionante proceso de modernización, expansión y especialización del sistema financiero español. No demasiado tiempo atrás todavía imperaba el statu quo en el entramado bancario español y la presencia tanto de los agentes públicos como privados españoles en los mercados de capitales internacionales era exiguo, sino inexistente. Pero este provechoso viaje financiero tuvo sus altibajos que, sin lugar a duda, también fueron alocucionadores. El proceso de creación del euro no estuvo exento de dificultades, que pudieron ser contenidas desde el

punto de vista político, y la crisis de los tigres asiáticos y el desplome de las punto com pusieron de relevancia los riesgos que llevaba aparejados el proceso de globalización que estábamos observando.

Pero la fortuna a la que aludía al principio de estas líneas no radica necesariamente en los momentos excepcionales que compartimos en aquella familia de la que todavía siento formar parte, sino en la forma en la que cada día nos enfrentábamos a nuestras labores profesionales. El ambiente de compañerismo y solidaridad que imperaba en el día a día, junto con el carácter abierto de todas las reuniones y sesiones de trabajo contribuían a un desarrollo intelectual colectivo e individual de incalculable valor. Es fundamentalmente por ello que hoy me siento agraciado de poder felicitarlos por estos treinta años de andadura y tremendamente orgulloso y afortunado de pertenecer a esta familia.

En Afi: desde 1995 hasta 2003.

Jorge Sicilia Serrano

Unos años muy intensos



Economista Jefe de BBVA

En Afi pasé unos años muy intensos al principio de mi carrera profesional. Llegué con poca experiencia laboral a cuestras, con algo de formación académica y con ganas de explorar el mundo financiero. Con esa falta de conocimiento que entonces tenían los estudiantes que saltaban desde la universidad al mundo laboral. Recuerdo que conversé un par de veces con Daniel Manzano y Enrique Sánchez del Villar y una con Emilio Ontiveros antes de entrar. Pesos pesados de Afi.

En Afi aprendí mucho y me dieron oportunidades de progresar rápidamente. Se trabajaba duro, y en equipo; con un foco inequívoco en la atención al cliente, con la exigencia de dar un servicio profesional excelente. En un entorno donde las iniciativas se premiaban y se iba adquiriendo experiencia y ganando responsabilidad. La exigencia era alta y la tensión también. No siempre era fácil estar a la altura y recuerdo que se vivía todo con mucha intensidad. En Afi hacíamos de todo. Análisis de economía, banca, finanzas, riesgos, regulación, medio ambiente, administraciones públicas; y ese conocimiento se volcaba en informes periódicos, en estudios de consultoría, en documentos de investigación y en artículos de prensa, que maquetábamos y enviábamos nosotros mismos. Una buena escuela para formar profesionales que se forjan buscando nuevas ideas, nuevos negocios y nuevos clientes.

El foco que en Afi ya tenían en la formación, con la Escuela de Finanzas Aplicadas, nos permitió a muchos mantener la llama de la academia dando clases, pero

también estar al día y aprender a comunicar a distintos niveles. Hice muchas y buenas amistades.

Afi se ha seguido reinventando en estos años, ya muchos, desde que no trabajo allí. Hacen buenos análisis, tienen grandes profesionales, y siguen muy enfocados en la formación; pero actualizando el foco y los temas que analizan. Algunas de las personas que estando en Afi he podido fichar han funcionado siempre muy bien.

Afi ha sido una parte imprescindible de mi crecimiento profesional y personal y me alegro mucho de haber pasado por allí. Lo recuerdo con cariño y me alegra que estén, que estemos, celebrando sus treinta años de vida y que les siga yendo muy bien. Se lo merecen. ¡Y que sean treinta más!

En Afi: desde 1996 hasta 1998.

Álvaro Galiñanes Franco

El principio de todo



Director de Inversiones de Santander Private Banking Gestión

Mis comienzos en Analistas fueron como el de muchos de los que hemos pasado por aquí. Recién licenciado sin saber muy bien a lo que me quería dedicar, y todavía necesitado de mayores conocimientos, opté por estudiar el Máster de Banca y Finanzas de la Escuela. Apenas acabado el curso y casi sin darme cuenta, empecé a formar parte del Área de Análisis Económico más importantes del país y a compartir muchas horas de trabajo. Durante esos años, llenamos cientos de hojas de informes diarios, semanales, mensuales, anuarios, especiales y artículos de prensa hablando sobre economía, indicadores, tipos de interés y divisas incluyendo muchas de las que ya no existen. Fueron años de cambios porque vivimos la transición *del papel a la pantalla* y supimos adelantarnos a lo que entonces era una novedad. Dejamos a un lado el *megafax* y pasamos al formato electrónico con lo que eso implicaba. Sobrevivimos incluso a la gran amenaza *del todo gratis* y demostramos que el análisis de calidad se podía vender. Fue una época complicada, de cambios importantes en la tecnología, en la economía y en la sociedad. Incluso ayudamos a nacer al euro, que andaba perdido y *necesitaba una Guía*.

Este es el Afi que yo viví. En el que conocí a varios de mis grandes amigos, en el que aprendí a defender mis ideas, en el que comencé a ver la economía desde otra perspectiva y sobre todo mucho, pero que mucho Excel. Una empresa, que en el tiempo que trabajé, supo en los momentos complicados adaptarse a lo nuevo, sin abandonar su esencia ni el

rigor de sus opiniones. Un grupo que, a lo largo de su historia, lejos de quedarse anclado en hacer siempre lo ya sabía hacer, ha sabido transformar sus debilidades en fortalezas y convertir sus amenazas en oportunidades y al que le queda mucho por opinar y por escribir durante muchos años más.

Si no fuera porque el universo está regido por el azar, diría que aquella tarde de martes en la que decidí pasar por la calle Españolito no fue por casualidad.

En Afi: desde enero de 1996 hasta diciembre de 2003.

Alberto Segurado García

Grandes y sólidas amistades



Head of Debt Advisoy, JLL España, S.A.

Con motivo del treinta aniversario de Afi me solicitaron colaborar en esta publicación contando mi experiencia y mi visión, algo por otro lado sencillo cuando uno guarda excelentes recuerdos. En mi caso, aun habiendo estudiado en la Universidad Autónoma, Afi no fue mi primer empleo. Llevaba trabajando en la industria hotelera algún tiempo, pero mi curiosidad por las finanzas, los incipientes mercados de capitales y las actividades de inversión, me llevó a profundizar sobre ellas en el Máster en Banca y Finanzas. Engancharme tras él a la actividad de consultoría y análisis y con ello a la actividad de Corporate fue sencillo, en la medida en que Afi concentraba una profundidad de conocimientos financieros poco usuales y vistos.

Desde aquel entonces, han pasado veinte años y recuerdo con una enorme satisfacción esos primeros meses iniciales de nervios y temprana responsabilidad. Un periodo amplio donde cada día se convertía en un reto, en un aprendizaje continuo de la mano de un conjunto de profesionales altamente cualificados donde nuevas ideas, en ocasiones rozando las locuras, se convertían en realidad mediante el trabajo intenso de equipos cohesionados y con un objetivo compartido. También durante aquellos años, Afi, igual que los visionarios y emprendedores actuales que dan forma al futuro mediante sus *start up's*, se inició en el mundo de las tecnologías aplicadas al mundo financiero, permitiéndome, ya desde entonces, ser consciente de la importancia y el desarrollo que esta tendría en los años venideros.

El Grupo Afi, innovador como pocos y cincelador con su esfuerzo de una historia de éxito que abarca ya tres décadas, se ha situado a lo largo de este periodo en la vanguardia de las finanzas nacionales e internacionales mediante una estrategia basada en su capacidad de atracción del talento -hoy tan necesario y pregonado por las empresas y el management moderno-, un liderazgo basado en un parthership claro y una visión a largo plazo del mundo de las finanzas, entendiendo como ninguna otra empresa, no solo las necesidades presentes y futuras de sus clientes, sino todo aquello que esos clientes no eran todavía capaces de ver. En cierta manera, me recuerda a aquella célebre frase asignada a Henry Ford de “si hubiera preguntado a mis clientes por sus necesidades, me hubieran solicitado un caballo más rápido”. Pero más allá del valor en la vertiente profesional que para mí ha supuesto la pertenencia a Afi durante diez años, valoro en igual medida o más, la calidad humana de la que fui testigo y protagonista. Afi me permitió construir grandes y sólidas amistades que todavía hoy perduran y me enseñaron los fundamentos de la excelencia, de la honradez y de la responsabilidad en el desempeño profesional.

En Afi: desde 1996 hasta 2006.

Tomás Bravo Montesinos

Espíritu crítico



Managing Director Banca
Transaccional CIB, Caixabank, SA

La segunda mitad de la década de los noventa nos traería la integración de España en el euro en el grupo de cabeza, la consolidación del BCE como director de la política monetaria europea, la revolución tecnológica de las comunicaciones, internet y la telefonía móvil, la generalización de los hedge funds como vehículos de inversión fuera de los controles de los supervisores, los nuevos reguladores, la burbuja de internet, la globalización... Grandes retos en los que Afi hacía de baliza al sector financiero español.

La verdad es que cuando entré en España, la primera vez por aquellas fechas, no vi ninguna bola de cristal como decían los escépticos del análisis financiero que me aconsejaban seguir en el sector bancario. Sí que tuve ocasión de ver a Emilio y a Angel en acción con un grupo de entusiastas jóvenes profesionales, alguno menos joven... inagotables en el trabajo, con rigor, con criterio independiente, y donde se buscaba crear y mantener unos espacios organizativos y hasta físicos que propiciaran el trabajo de análisis financiero y la visión crítica e independiente. Con el ansia de detectar las tendencias que iban a requerir criterio, generar criterio propio, difundirlo y defenderlo.

Difícil a principios de los 2000 que se visualizase la burbuja inmobiliaria, el arrastre del sector financiero internacional y su impacto en la reorganización del sector bancario en España, el refuerzo regulador a nivel global, los nuevos jugadores fintech, las implicaciones de la tecnología en el sector...

Ya desde fuera, en todos estos hitos del devenir económico y financiero, hemos ido encontrando a los profesionales de Afi siguiendo la línea original: anticipación, rigor y trabajo de faro para los profesionales del sector en España.

Sí, me convenció aquel Afi de los noventa y estoy orgulloso de haber sido una parte de la empresa, de la institución. ¿Solo durante los años que estuve allí? No. Creo que los que hemos pasado por Afi seguimos manteniendo su espíritu au delà de nuestro eventual cambio de empleo. El espíritu crítico, la inconformidad, la expansión de las fronteras del conocimiento y del criterio, la humildad han pasado a formar parte del bagaje de los profesionales que hemos tenido la suerte de compartir viaje con vosotros.

Y al final del camino, ¿quién sabe? Igual volvemos a encontrarnos.

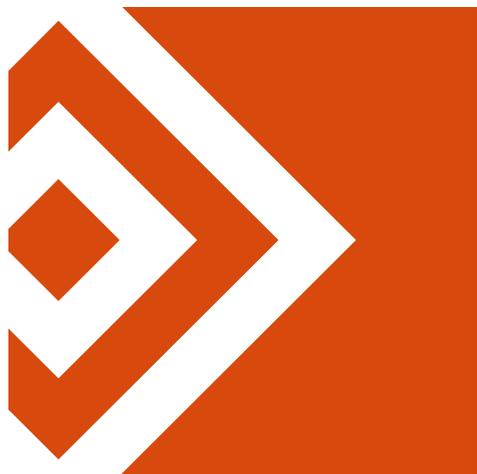
Felicidades Equipo Afi en el treinta aniversario. Y que sean muchos más.

En Afi: desde la primavera
de 1996 hasta el verano de 2001.

José Juan Ruiz Gómez

**“Solo aquello que se ha ido
es lo que nos pertenece”**

Jorge Luis Borges



Economista Jefe y Gerente
del Departamento de
Investigación del BID

Llegué a Afi en 1997, el año en el que Joaquín Sabina y Fito Páez estaban escribiendo *Enemigos Íntimos* y Buenos Aires todavía era una fiesta. Profesionalmente venía de tres años deslumbrantes en Argentina, en los que había formado parte del equipo de profesionales que acometieron su privatización que me habían mandatado para que adaptara los variados y venerables servicios de estudios de la antigua banca pública a las nuevas funciones que se suponía iba a tener la nueva y dinámica institución financiera. No hubo tiempo para concluir ninguno de tan loables propósitos.

Me sentí muy afortunado cuando Emilio Ontiveros me invitó a participar en aquel Afi noventista. Un grupo todavía pequeño pero entusiasta de excelentes profesionales, con enormes ganas de dejar su huella en el sistema financiero y la economía española. Llegué a tiempo de asistir al inicio del despegue de la Escuela de Finanzas y de la consultora de las Administraciones Públicas. Participé también en seminarios que trataban de ayudar a las cajas de Ahorro a adaptarse a la posible entrada en el euro y a un distópico efecto año 2000. Revisando mis cuadernos de notas de aquellos años los veo, con cierta nostalgia, repletos de cálculos de las probabilidades de cumplir con los criterios de Maastricht basados en indicadores financieros de riesgo crédito. Todo era nuevo, todo parecía posible, y en todo estábamos participando. Algo muy parecido al paraíso.

Hubiera podido durar mucho... pero tampoco esta vez fue posible. Latinoamérica siempre ha sido una tentación

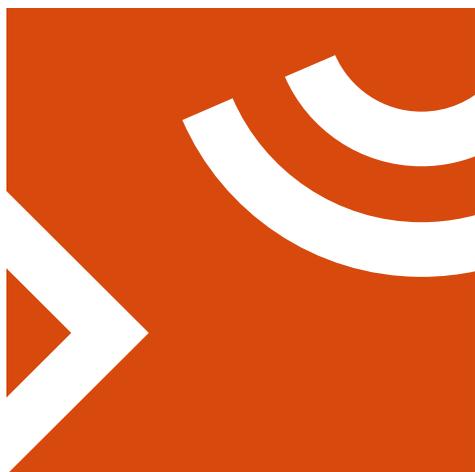
de la que no he sabido jamás escapar, y a finales de los noventa se estaban creando las condiciones para que las empresas españolas se lanzaran a internacionalizar su presencia y negocios. Y allí me fui. Y allí pase los siguientes diecisiete años de mi vida profesional. Con mi hipoteca en España, mi alma en medio del Atlántico y mi cabeza en las Indias. Como cantó Mercedes Sosa... otro regalo de la vida.

La última palabra siempre la tiene Borges. Uno solo tiene lo que se ha ido. A mí Afi y sus profesionales jamás se me fueron del recuerdo. Y barrunto que muchos de ellos sienten –al igual que yo– la satisfacción de haber dejado efectivamente su huella en la economía española. No es un balance baladí en un país en el que el fracaso tiene tanto prestigio intelectual.

En Afi: 1997.

José Luis Fernández Pérez

The way I remember it



Catedrático de Análisis Matemático
en la Universidad Autónoma de Madrid

Qué barbaridad. Enhorabuena, a todos; sobre todo a los viejos del lugar, en la jerga al uso: Emilio, Ángel, Paco, *the founding fathers*. Y a Daniel, amigo.

The way I remember it, memorias caseras de Walter Rudin: gran matemático, prodigiosa memoria; detalles por doquier. No es mi caso. Realismo a lo Antonio López, imposible. Impresionista, por necesidad: acuarela a la canaria.

Curiosidad y azar. Siempre es el libro junto al que uno ha ido a buscar. Lambertson & Lapeyre: *Introduction au calcul stochastique appliqué à la finance*. Cálculo estocástico, bien, pero ¿finanzas?, ¿de verdad? Veamos. Leyendo; bueno, estudiando. Puerta abierta. Despacho contiguo, Carrillo. Santiago. Menéndez. ¿Interesa? A mí sí. Visitas y seminarios: Nicole El-Karoui, Marc Yor. Martingalas.

Juanma Moraleda: *please, help*. De Derecho a tesis cuantitativa en Holanda. Curso en el Santander. *Financial-Products*. *Trading desk*, voz en grito, ¿cuál es la martingala en este producto? Equipo de Finanzas Cuantitativas. Contactos de Santiago. Cursos en Afi, MEFF. Efervescencia. Documentación ingente, LaTeX a go-go.

López Somoza: hay esto por ahí fuera. ¿Podemos? Podemos. Máster en Finanzas Cuantitativas y Computacionales. Hace 20 años. La pucha; perdón. Vuelco, cae "computacionales". Aflora nuevo perfil profesional en Banca. Excelentes promociones, complicidad de colegas académicos. Daniel, Enrique, Amadeo: consultoría en Afi, ¿hace? Veamos; pues, vale. Excedencia parcial de la universidad, no más Real Sociedad Matemática,

ni dirección del departamento, ni... Mundo real. Está ahí fuera. Torre de marfil. Apoyo, mi Pepa. Cercanías, Renfe. Gran equipo, ilusión. Retos, buenos y bonitos. Rotación incesante, continua; ¿cuántos?, muchos. Se perfila el perfil: se pide máster Afi o equivalente. Viento en popa. *Master Executive*, el año del 11M. Sábados. Trabajos fin de máster, *by the bushel*. Máster en Caja Madrid, un solo artista. Ejecutiva, Emilio O; las cuentas y el presupuesto. Derivados, *pricing*. Con informe de riesgo, ¿no? No, ¿para qué? Bueno, vale, sí, pero dime el precio, o el valor. ¡Vaya con estos *masters of the universe!* *Master and commander*. Las costuras no aguantarán. ¿Verdad, Manzano? Desasosiego. Proyectos, bonitos y buenos. Algún chasco. Mundo real. Ya lo he dicho. Pues eso.

El rollo de Braulio. Papel lateral, consultor del equipo. Daniel, el escudo protector, Pablo, recoge testigo; qué fortuna. Suegro, sabio: a ver si descansas, un poco. Vale. Apoyo, mi Pepa.

Integra la parte positiva, siempre, que decía Antoni Zygmund, otro grande.

Balance luminoso. Diez años. Nostalgia. Gratitud. Cariño. STOP.

En Afi: desde 1997 hasta 2015.

Alberto Ruiz Rodríguez

Amistad y pedagogía



Director General de Omega Gestión de Inversiones SGIIC. Omega Capital

Todo empezó en 1996, cuando decidí hacer un curso de gestión de renta fija en la Escuela de Finanzas. Lo que en ese tiempo aprendí, pero, sobre todo, cómo me lo explicaron, fue una revelación. Desde ese momento, tuve claro que ese era el lugar donde quería trabajar y esos profesores los compañeros que quería tener. Con la determinación que te da la edad, me interesé y cuando me ofrecieron una oportunidad, decidí cambiar una carrera profesional muy razonable y empezar casi de cero en Afi. Mi familia y compañeros no lo entendían. Supe más tarde que incluso alguno de los socios más veteranos se mostró reticente a mi incorporación, porque no les encajaba tanta determinación. El final de la historia es fácil de adivinar. Una de esas decisiones en la vida de las que uno se siente orgulloso, que tampoco hay tantas.

Definir la esencia de una compañía es difícil. En los años treinta, se desarrolló en España una experiencia de educación tan original como interesante. Un conjunto de personas lideradas por Manuel Cossío, la mayoría vinculadas al mundo de la educación, recorrió la geografía española con el objetivo de transmitir de forma sugerente el mundo de la cultura y las artes. Fueron las llamadas Misiones Pedagógicas. Se caracterizaron por un modelo pedagógico innovador, la escuela recreativa, y consideraban como esencial para su éxito la adecuada búsqueda y la selección de los llamados *misioneros*. Si prescindimos del carácter trascendental de esa aventura, hay muchos elementos que me recuerdan a mi experiencia en Afi. Una organización de

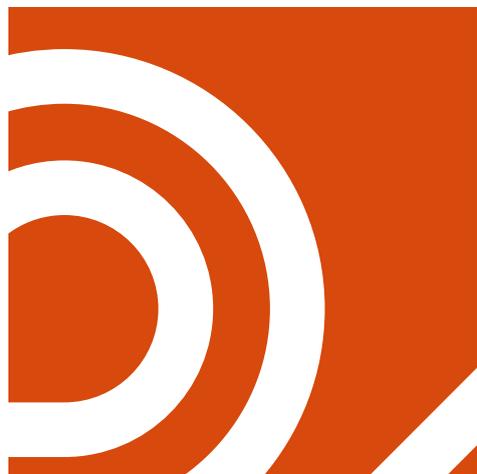
espíritu joven, alineada en el objetivo de hacer entender el mundo complejo de la economía y las finanzas allá donde fuera necesario. Una capacidad única de transformar la información en conocimiento y, personalizado en algunos de mis compañeros, el conocimiento en sabiduría, y con la permanente vocación de encontrar a profesionales que se comprometieran con la misión y cultura de la empresa. El reconocido mantra interno de la necesidad de *reproducción de la especie*.

Sigo teniendo una sensación de pertenencia a este grupo de personas, a pesar de haber pasado ya más de diez años fuera de la organización. Y ya no solo por los muchos vínculos personales: en ocasiones me reconozco aplicando ideas, formas y estilos que aprendí durante mi paso por Afi. ¿Qué más se puede pedir?

En Afi: desde 1997 hasta 2007.

Alfonso García Mora

Disfrutando y absorbiendo la capacidad de aprendizaje



Director, Finance and Markets
Global Practice, The World Bank

Para todo estudiante de economía de la Universidad Autónoma de Madrid, Afi es una referencia. Todo aquel alumno que tenga curiosidad intelectual, que quiera ir más allá de lo que se aprende en la facultad, que le interese la atractiva interrelación entre la economía y las finanzas, sabe que Afi es el mejor sitio donde poder hacerlo. Cuando terminé la licenciatura hace veinte años, Emilio me dio la posibilidad de trabajar un año en Analistas mientras preparaba mi salida de España para hacer un postgrado. Aquel año lo recordaré toda mi vida, no solo por la gente que conocí, por lo que aprendí y disfruté, sino porque supe que, tras la aventura académica, quería volver a trabajar en Afi.

Y así pasé doce años de mi vida profesional, disfrutando y absorbiendo la capacidad de aprendizaje que Afi te ofrece, al mismo tiempo que ayudaba a los clientes a entender las problemáticas financieras a las que se enfrentaban y a tomar decisiones estratégicas. En esta casa aprendí a analizar los mercados financieros, las economías, el sector bancario, a extraer implicaciones de los cambios regulatorios y a ayudar a los clientes a adaptarse y anticiparse a nuevos entornos. Todo ello gracias a la combinación del rigor conceptual, innovación, empatía con los clientes, y la excepcional forma de trabajar en equipo que Analistas ha mantenido durante estos treinta años.

En Afi disfruté de momentos inolvidables. Desde la satisfacción de haber dirigido el Master en Banca y Finanzas, a los numerosos días y noches de trabajo analizando las implicaciones de la crisis

financiera, así como diseñando e implementando fusiones bancarias, o las semanas que pasamos en la Universidad de Harvard organizando el seminario de innovación financiera, al mismo tiempo que tratábamos de crear un equipo de baloncesto en los *playgrounds* de Cambridge.

La singularidad de Afi y la relevancia que ha tenido y tiene es reconocida internacionalmente por todos aquellos que lo conocen. No han sido pocas las ocasiones en las que en países muy diferentes, autoridades públicas y profesionales del sector financiero me han preguntado por Afi, tratando de entender si es una consultora, un *think tank*, una escuela de postgrado; y ¿por qué no?, curioseando sobre la capacidad de replicar un modelo similar en sus propios países.

Cuando leí *Sin orden ni concierto* (libro de Emilio Ontiveros de 1997) durante la licenciatura siempre pensé qué bonito sería poder trabajar en Afi y en las instituciones de Bretton Woods. He tenido la enorme fortuna de hacer las dos cosas, gracias a esas inolvidables clases de Financiación Internacional.

¡Gracias y felicidades!

En Afi: desde septiembre de 1997 hasta junio de 1998 y desde agosto de 2000 a diciembre de 2012.

Marcos de Castro Riesco

Afi, potenciadora del talento



Gerente Responsable
del Área de Soporte Cuantitativo,
Área de Mercado de Capitales, Abanca

Era el año 1997. Por aquel entonces yo era un recién licenciado en Ciencias Matemáticas que tenía el campo profesional tan abierto como las dudas sobre mi futuro.

Llegó a mis oídos la existencia de una empresa, Analistas Financieros Internacionales, creada por un grupo de académicos diez años antes, que organizaba un máster, el único en España, en Finanzas Cuantitativas y Computacionales, dirigido específicamente a matemáticos. Fui a sus oficinas para informarme, en la calle Españolito 19 de Madrid. Esperaba encontrarme un ambiente aséptico, frío, engominado y *encorbatado*, el que yo asociaba entonces al ámbito financiero. Pero, lejos de eso, me encontré con una algazara producida por alumnos entrando y saliendo de las pequeñas y modernas aulas de la Escuela de Finanzas de Afi, y un trato cercano y atento.

Esa fue mi primera impresión de Afi, una empresa moderna, innovadora, hiperactiva, pero, sin embargo, con un trato muy familiar. Y no me equivocaba. Tras terminar ese máster tuve la oportunidad de entrar a trabajar allí. Una oportunidad que aproveché durante cinco años cargados de continuos retos, una actividad puntera y renovadora, que era desarrollada por equipos humanos jóvenes, dinámicos, muy bien preparados y complementarios, afrontando el trabajo con seguridad, de manera muy activa y colaborativa.

Reflexionando sobre mis inicios en el mundo laboral he podido concluir lo importante que es el lugar donde se

empieza, y como determina esta la actitud y el carácter de uno ante el trabajo. Esa manera de funcionar de Afi, potenciadora del talento, retadora y obsesionada con la innovación a mí me hizo, ya para siempre, enfrentarme al trabajo de una manera proactiva, con iniciativa, comprometida, buscando la manera de aportar valor e inconformista con las rutinas y procedimientos de trabajo injustificados. Con el tiempo, además, me di cuenta de que no era una cosa mía, sino que en general esa actitud era común a todas las personas que se habían formado trabajando en Afi.

De alguna manera Afi formó un carácter, un tipo de trabajador que, en mi experiencia, es muy valorado en el mercado y que ha permitido al propio Afi adaptarse a los tiempos, capear excelentemente la crisis que hemos vivido (y estamos viviendo), planteándose y cuestionándose continuamente su negocio, invirtiendo y conquistando nuevas áreas de conocimiento y expandiéndose con éxito internacionalmente.

Hoy Afi ya no vive en la calle Españolito, que se ha convertido en una calle tranquila y algo solitaria. El avispero de gente entrando y saliendo que adornaba sus oficinas, en el número 19, se ha trasladado al número 5 de la calle Marqués de Villamejor, a unas oficinas más grandes y más modernas. De manera premonitoria, como la empresa que es hoy en día, una empresa mejor, más grande y más sofisticada, que sigue formando y creando profesionales valorados y demandados y aportando siempre valor e innovación a las empresas en las que actúa.

En Afi: desde 1997 hasta 2002.

Manuel Menéndez Sánchez

Espacio mágico



Director Unidad Big Data. Tecnología y Operaciones, Banco Santander España

En Afi empecé mi carrera profesional en 1998, tras licenciarme en Ciencias Matemáticas por la Universidad Autónoma de Madrid, y desde entonces, aun habiendo dejado de formar parte de la plantilla en activo, siempre me he considerado parte de esta organización.

Afi es ese espacio mágico que combina la excelencia académica y la práctica profesional. En mi caso particular, me permitió adaptar y aumentar los conocimientos adquiridos en la universidad y convertirlos en un activo valorado por las empresas del sector financiero, haciendo posible que desarrollara mi carrera en el ámbito de la valoración y gestión de riesgos de instrumentos derivados.

En estas últimas décadas el panorama económico, financiero, empresarial y tecnológico ha cambiado radicalmente; la crisis de confianza en el sistema bancario, la vuelta a la racionalidad de los productos derivados, los tipos de interés negativos, la explosión de internet y los dispositivos móviles, los canales digitales de distribución, los nuevos modelos de negocio y *FinTechs*... todos estos cambios estructurales a los que nos hemos venido enfrentado han forzado, o quizás favorecido, que hoy en día Afi sea una compañía muy distinta a lo que fue en sus orígenes, o a lo que yo conocí hace veinte años.

Recientemente mis funciones profesionales e inquietudes académicas han virado desde la valoración de productos derivados complejos y la gestión del riesgo a la transformación digital de las empresas, las tecnologías *Big Data*

y las disciplinas Data Science asociadas, siendo Afi y la Escuela de Finanzas los pilares que me han acompañado en esta travesía que está lejos de haber terminado.

Durante estos veinte años de relación he sentido, y estoy seguro de que no me pasa solo a mí, que Afi es la casa a la que siempre se puede volver y donde me recibirán con los brazos abiertos. No importa dónde haya estado, cuánto tiempo me haya ausentado o para quién haya trabajado, la puerta siempre está abierta para compartir experiencias y conocimiento.

En Afi: desde junio de 1998 hasta enero de 2002.

Lara de Mesa Gárate

Saber hacer



Directora de *Public Policy*
en Banco Santander.

Primavera 1999. Tras licenciarme en la Complutense, el final del máster en economía en la London School of Economics se acerca y toca enfrentarse al mundo laboral. No me vale cualquier cosa. Con veinticinco años quiero contribuir a cambiar el mundo, apoyándome en el análisis económico y trabajando con la administración pública, y hacerlo en España... Y entonces aparece Afi en mi horizonte. Uno de esos oasis de los que disfrutamos en España, donde encuentras más que una carrera profesional. Encuentras una escuela. Una escuela donde te impulsan a estudiar, preguntar, buscar respuestas y compartir conocimiento y experiencias. Trabajando, trabajando mucho. Un sitio donde los buenos jefes te enseñan que un cliente al que has sabido explicar algo es un cliente fiel, mientras que entregarle una caja negra por completa y compleja que sea no da el mismo resultado, y donde te animan a que te diviertas trabajando.

En siete años pude trabajar para clientes diversos: todo nivel de administraciones públicas (locales, regionales y estatales), agentes privados (asociaciones sectoriales, sindicatos) y entidades multilaterales (BID, IFC) no solo en España, también en sitios como Costa Rica, El Salvador, Bosnia o Kosovo. Y hacerlo con profesionales de distintos ámbitos (muchos economistas, pero también geógrafos, sociólogos, politólogos, ingenieros...); y hacerlo desde las trincheras y desde primera línea. Todo ello te permite crecer profesionalmente.

En Afi era de los *no financieros*. Y me incorporé a una entidad financiera... Pero

la receta (estudiar, preguntar, buscar respuestas y compartir conocimiento y experiencias... trabajando, trabajando mucho), funciona. No solo a mí. Sigo encontrando muchos *ex Afis* ya en otras aventuras profesionales, muy reconocidos por su buen hacer. Y soy también testigo de cómo Afi se reconoce, en España y fuera, como una referencia necesaria para entender nuestra realidad y potencial económico.

Afi es un ejemplo de emprendimiento y transferencia de conocimiento desde la Universidad. De que hay espacio en España y es necesario el análisis económico de cualquier propuesta, venga de donde venga. Y de que estamos preparados para competir en otros mercados. Como todas las buenas ideas, no basta con tenerlas, el reto es llevarlas a la práctica. Y las personas que han liderado el proyecto han sabido hacerlo y renovarlo en estos treinta años. Gracias a ellos por todo lo hecho y por estar preparados para todo lo que viene: digitalización, sostenibilidad, nuevas formas de trabajar, diversidad...

En Afi: desde septiembre
de 1999 hasta mayo de 2006.

Rubén Lara Hernández

Oportunidad y privilegio



Chief Data Officer, Aberdeen
Standard Investments

En Afi comencé mi andadura profesional y ha sido donde sin duda he aprendido gran parte de las buenas prácticas profesionales que he tratado de seguir y transmitir allá donde he trabajado posteriormente. En la importante transición del mundo académico al profesional tuve la oportunidad y el privilegio de integrarme en un equipo donde no solo el talento y los estándares de calidad y exigencia eran y siguen siendo excepcionales, sino también el nivel de colaboración y creencia en los objetivos compartidos.

Estoy seguro de que a ninguno de los que forman o hemos formado parte de Afi nos sorprende cómo la empresa ha atravesado con éxito los últimos años de crisis financiera global, que han sacudido los cimientos del sector a escala mundial y muy especialmente en España. No puede sorprender la solidez de una casa que se sustenta en un nivel de especialización y experiencia que ha crecido orgánicamente y con un modelo y valores extremadamente difíciles de replicar.

Pero quizás la mayor virtud de Afi es que aquellos que alguna vez hemos formado parte de su equipo, seguimos viéndola no solo como un referente sino también como nuestra casa.

En Afi: desde octubre de 2000 hasta diciembre de 2002 y desde febrero de 2005 hasta febrero de 2008.

Manuel Conthe Gutiérrez

Magnífico clima



Árbitro independiente.

Conocí Afi desde sus albores, poco después de ser nombrado Director General de Transacciones Exteriores y antes de serlo de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. España había ingresado poco antes en las Comunidades Europeas, el sistema financiero español, superada la crisis bancaria de finales de los setenta, iniciaba un largo período de modernización, liberalización y adaptación al Mercado Único. Todavía existía la peseta, el protagonismo de la política monetaria correspondía al Banco de España. El Tesoro necesitaba mucha financiación y tenía que ingenársela para conseguirla. Esa tesitura fue la que aprovechó un grupo de profesores universitarios liderados por un catedrático de la Autónoma de Madrid con encomiable espíritu emprendedor, Emilio Ontiveros, para crear una casa de análisis que logró el prestigio en los mercados, consiguió pronto clientes (especialmente, entre las cajas de ahorros) y encauzó profesionalmente la ilusión y conocimientos de muchos antiguos alumnos.

En mi caso, tras dejar el Tesoro y pasar unos años en la Unión Europea en Bruselas y en Washington en el Banco Mundial, al regresar a España en el otoño de 2002 acepté con gusto la posibilidad que Emilio me ofreció de incorporarme como socio a Afi y crear un nuevo departamento de consultoría internacional. Tras el caos organizativo y asechanzas florentinas que para mi sorpresa viví en el Banco Mundial, disfruté sobremedida del magnífico clima de trabajo y de confianza que reinaba en Afi: aunque la organización era

compleja (se hablaba por entonces del “Grupo Analistas”), la sana relación e incluso amistad entre todos los socios y profesionales favorecía la colaboración, que se iniciaba a diario con una breve, pero utilísima, sesión matinal sobre la situación de los mercados. Los proyectos de consultoría internacional terminaron llegando, en América Latina y en los Balcanes, de la mano del BID y de la Corporación Financiera Internacional, pero con más parsimonia de la que me habría gustado. Emilio me brindó siempre todo su apoyo y mostró una paciencia franciscana con la lenta mejora de los resultados del área internacional, en vivo contraste con el rigor que, para mi desasosiego, mostraba los viernes, en las reuniones de socios, con otras empresas del grupo, a las que exigía resultados más inmediatos. Pero esa ocasional sensación de estar *enchufado* por la generosidad de Emilio no solo resultó equivocada -tras mi marcha, el área de consultoría internacional prosperó y se consolidó-, sino que tampoco perturbó una magnífica experiencia profesional y humana para mí que, tras dos años justos, se vio interrumpida en octubre de 2004 cuando fui nombrado presidente de la CNMV.

Afi tiene motivos para celebrar sus treinta años de un equipo humano de grandes profesionales que, liderado por Emilio: se ha adaptado a los vaivenes de nuestro sistema financiero y ha sabido aunar la vocación docente con el espíritu empresarial, y el rigor profesional con la calidez de las relaciones humanas.

En Afi: desde otoño de 2002 hasta octubre de 2004.

María Rodríguez Nogueiras

Meses divertidos e interesantes



Quant en Global Risk Analytics, HSBC

Empecé mi carrera profesional en Afi, donde estuve trabajando entre 2005 y 2009. Posteriormente me moví de empresa (Banesto, IMPA, Santander, HSBC) y país (Brasil, UK), pero nunca he dejado de estar vinculada a una institución que considero mi casa.

Recién acabada la tesis doctoral aterricé en Afi y en Madrid. Por suerte, mi primer encuentro con la realidad laboral no fue tan diferente de lo que había vivido durante el doctorado. No faltaban los compañeros *frikies*, los *papers* sobre las mesas, los libros de matemáticas, ni las discusiones con tiza (y con quizás algún catedrático de primer nivel) en la pizarra. Tampoco era muy distinta de la universidad la parte dedicada a la docencia. Entre másters y cursos, a casi todos nos tocaba dedicar ese esfuerzo extra para impartir alguna clase en (mi querida) Escuela de Finanzas.

En definitiva, yo trabajaba en el Área de Finanzas Cuantitativas de Afi previamente a la *crisis sub-prime*, también durante aquellos *agostos terribles* en los que la *gente de mercados* nos explicaba lo que había detrás de aquel caos en los años inmediatamente posteriores a la quiebra de Lehman.

La crisis transformó las finanzas cuantitativas, aunque en aquel momento no lo sabíamos. Vimos como cayeron los estructurados (y no tan estructurados) de crédito, vimos como la liquidez interbancaria desaparecía...

Recuerdo con especial cariño (¿o nostalgia?) el tema de las *multicurvas*. Un día empezamos a fallar en las valoraciones de los derivados más sencillos,

los *swaps*. Nuestra curva *euribor* (aquella que enseñábamos a construir en los másters) ya no replicaba el mercado. ¿Replicación? Parecía que los fundamentos de valoración ya no servían. Tocó ponerse a investigar, a leer, pero fundamentalmente a pensar, ya que no había todavía casi nada escrito sobre el tema, ni mucho menos un estándar de mercado. Tocó redefinir el arbitraje, los riesgos, entender los instrumentos: ¿*jeonia*?, ¿*call money swap*? No eran nuevos, pero antes no los necesitábamos para nuestros modelos y ahora eran fundamentales. Las conclusiones parecían tan rompedoras que en los primeros cursos sobre el tema hubo que convencer a más de algún incrédulo: ¿*varias curvas de euribor*?, ¿descuentos dependiendo del colateral? ¡Vaya lío!

Fueron meses divertidos e interesantes. De lo que quizás éramos menos conscientes, era del carácter innovador y puntero de lo que hacíamos. Ahora, con la distancia y la experiencia, no me cabe ninguna duda.

Durante treinta años de mercados cambiantes, Afi ha sabido adaptarse y reinventarse sin perder su seña de identidad: la innovación y la excelencia.

En Afi: desde 2005 hasta 2009.

Santiago Fernández de Lis

Un conjunto de profesionales excepcional



Responsable de Sistemas Financieros
y Regulación de BBVA Research

Después de varios años en el Banco de España como director del Departamento Internacional, me incorporé a Afi en 2007, justo cuando estaba empezando la crisis financiera global. El momento de mi paso al sector privado fue una coincidencia, pero creo que una coincidencia feliz: aunque me perdí las discusiones de política económica de esos años desde el sector oficial, desde mi posición en Afi tuve una libertad de análisis y de publicación que no hubiera tenido en otro caso. Fuimos de los primeros en publicar un libro sobre la crisis financiera¹, solo dos meses después de la caída de Lehman Brothers, con contribuciones de personalidades destacadas como Fernando Restoy, Javier Alonso, y José Manuel González Páramo, además de la Emilio Ontiveros y la mía.

Mi período en Afi, entre 2007 y 2011, coincidió con los peores momentos de la crisis internacional. Recuerdo las reuniones de la mañana como momentos de sobresaltos ante las noticias negativas, y de intercambio muy vivo y enriquecedor sobre los escenarios, las políticas y los riesgos, que alimentaban la interlocución con los clientes. Abrimos una línea de negocio nueva con los inversores extranjeros que querían un análisis certero de la crisis en España.

Pero la mayor parte de mi atención se dirigió hacia los proyectos de consultoría fuera de España, muchos de ellos auspiciados por organismos internacionales,

como el Banco Mundial o el BID. La labor de presentación de ofertas para los concursos, muchas veces en competencia con las grandes consultoras internacionales, era muy exigente, y había que simultanearla con la ejecución de los proyectos en cartera. Hicimos proyectos fascinantes: la regulación de la banca móvil en América Latina; las privatizaciones en Perú; la regulación del mercado hipotecario en Albania o Palestina; la gobernanza de las cajas de ahorros en un conjunto muy amplio de países; la estabilidad financiera en Europa del este; el mercado de deuda pública en Argelia, o la protección del consumidor financiero en América Latina.

En todos esos proyectos, y en mi experiencia en Afi en general, tuve la enorme suerte de poder colaborar con un conjunto de profesionales excepcional, tanto por su calidad técnica como humana. La experiencia de aprendizaje de esos años ha sido para mí muy enriquecedora. De todo ello me quedo sin duda con la calidad humana de mis compañeros.

En Afi: desde 2007 hasta 2011.

1. <http://www.eeg.Afi.es/EEGPublicaciones/publicaciones/993236/582552/la-crisis-financiera-su-impacto-y-la-respuesta-de-las-autoridades.html>

Álvaro Martín Enríquez

**“Aquí la responsabilidad
no se da, se coge”**



Economista Líder
de Regulación Digital, BBVA

A menudo la distancia nos proporciona una cierta capacidad de reinterpretación de aquello que hemos vivido intensamente en primera persona. Por eso mismo, ahora que mi etapa en Afi empieza a quedar algo alejada en el tiempo, aprecio más si cabe la singularidad de la empresa en la que tengo la suerte de haber desarrollado buena parte de mi carrera.

No cabe duda de que Afi mantiene en diversos ámbitos una imagen de solidez analítica y calidad de la oferta, atributos de los que siempre se ha hecho gala en la casa. Sin embargo, y a mi pesar, en alguna ocasión también he tenido que reivindicar el trabajo de Afi en áreas en las que me consta que hay capacidad y credenciales suficientes para recibir un mayor reconocimiento. Pero hablar de Afi en términos de calidad y buena reputación sería quedarme en la superficie de un vínculo que para mí es más profundo.

Los años en la calle Españolito (y los meses en Marqués de Villamejor) han influido marcadamente en mi trayectoria profesional, y son muchos los aprendizajes que siguen presentes en mi día a día. Si tuviera que rescatar uno solo, hablaría de la importancia de alinear esfuerzos para perseguir metas comunes. Pocas veces observé comportamientos insolidarios en Afi, y en esos casos casi siempre hubo una voz autorizada que rescató rápidamente el sentido de empresa para seguir dedicando energía a lo verdaderamente importante.

En Afi tuve todo el apoyo, las oportunidades y el reconocimiento que necesité

como joven profesional. Y quiero pensar además que mi caso no fue aislado, sino que forma parte de una cultura y unos valores que todavía siento como propios. “Aquí la responsabilidad no se da, se coge” es una frase que sigue fresca en mi memoria y que resume una actitud ante la aportación de nuevas ideas y la innovación. Así, desde el convencimiento de que la reinversión es la única vía para evolucionar y perdurar, espero poder seguir felicitando a mis compañeros de Afi en muchos más aniversarios. ¡Felices treinta!

En Afi: desde marzo de 2007
hasta octubre de 2015.

Cronología



1

2

3

Estos treinta años están jalonados de hitos políticos, económicos y financieros de singular transcendencia. Repasamos año a año una selección de aquellos, nacionales e internacionales, que de una u otra manera han estado en el foco analítico de Afi a lo largo de su historia. Acontecimientos que, en muchos casos, han determinado el propio desarrollo y transformación de Afi.



4

5

6

Alfonso Pelayo
Fernando Rojas

Cronología económico-financiera 1987-2017



1987

20 de mayo: el BOE publica la Orden Ministerial que autoriza la instrumentación del sistema de anotaciones en cuenta para las emisiones de deuda pública.

12 de junio: Telefónica comienza su cotización en la Bolsa de Nueva York con 54 millones de acciones procedentes de la cartera del Banco de España.

1 de julio: entra en vigor el Acta Única Europea, cuyo objetivo principal es la construcción de un Mercado Único sin fronteras para productos, servicios, capitales y personas para el 1 de enero de 1993.

19 de octubre: lunes negro: El Dow Jones pierde más de 500 puntos, la peor caída desde el crack de 1929.

1988

19 de febrero: el Sistema Monetario Europeo propone el ECU (Unidad de Cuenta Europea por sus siglas en inglés) como moneda común.

13 de junio: los movimientos de capital en los doce países miembros de la CE quedarán totalmente liberalizados a partir del 1 de julio de 1990, aunque en el caso español su entrada en vigor completa se retrasará hasta finales de 1992.

20 de junio y el 1 de octubre: se firma el documento de la fusión del Banco Central y Banesto y se firman los documentos oficiales de la fusión entre el Banco Bilbao y Vizcaya, respectivamente.

29 de julio: el BOE publica la nueva Ley del Mercado de Valores.

1989

1 de enero: comienza la presidencia española de la Comunidad Europea.

14 de abril: aprobado en el Parlamento Europeo el informe sobre el desarrollo de la Unión Económica y Monetaria.

24 de abril: comienza a funcionar el mercado continuo en las cuatro bolsas españolas.

16 y 19 de junio: el Gobierno aprueba la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo.

El Consejo de Ministros de Economía y Hacienda de la CE determina la aportación de la peseta al valor del ECU en un 5,3%, que entrará en vigor en septiembre de 1989.

1 de julio: comienza el desarme arancelario de las exportaciones

de productos industriales, agrícolas transformados y pesqueros españoles cuyo destino sea algún país de la CE y de la EFTA.

1990

2 de enero: las empresas extranjeras pueden cotizar en los mercados bursátiles españoles, al aprobar la CNMV la normativa que regulará la cotización de todas las entidades que quieran salir al mercado.

2 de agosto: Irak invade Kuwait dando paso a la Guerra del Golfo. El precio del barril sufre presiones alcistas y los mercados bursátiles registran fuertes caídas. La Bolsa de Madrid cae un 8,54%, la segunda caída más grave de su historia.

6 de agosto: Naciones Unidas aprueba el embargo total al comercio con Kuwait. El precio del barril de petróleo se dispara.

29 de diciembre: en la Bolsa de Madrid se pone en marcha el índice Ibex 35.

1991

14 de enero: las bolsas internacionales caen arrastradas por el ultimátum dado por Naciones Unidas a Irak para que abandone Kuwait. El barril de petróleo sobrepasa de nuevo la barrera de los 30 dólares.

14 de mayo: el Banco Central y el Hispano Americano llegan a un acuerdo para su fusión.

5 de julio: el Instituto Nacional de Industria se dividirá en dos grupos, uno formado por las empresas del *holding* que acumulan pérdidas y otro por aquellas entidades que sean rentables.

8 de agosto: se produce un intento de golpe de Estado en la URSS liderado por los miembros de la *línea dura* del Partido Comunista de la Unión Soviética.

9 de diciembre: se aprueba en Maastricht el Tratado de la Unión Europea, que define el proceso hacia la UEM.

1992

1 de febrero: Entra en vigor la liberalización de los movimientos de capital entre España y terceros países.

7 de febrero: Los países miembros de la UE firman en Maastricht el Tratado de la Unión Europea.

20 de marzo: El Consejo de Ministros aprueba el Programa de Convergencia europea, cuyos principales objetivos son la reducción del déficit público y la inflación.

2 de mayo: La CE y la EFTA firman el Tratado por el que se crea el Espacio Económico Europeo.

2 de junio: Dinamarca rechaza el Tratado de Maastricht que provocó caídas de las monedas europeas respecto al marco alemán en los días posteriores.

17 de julio: Después de la subida de tres cuartos de punto del tipo de interés alemán, el marco se aprecia respecto al resto de las divisas. Las tensiones en el SME afectan, sobre todo, a la lira y a la libra esterlina.

28 de agosto: El Consejo de Ministros anuncia que la peseta no se devaluará. El Ecofin se niega a cambiar la estructura de los tipos de cambios centrales, mostrando su confianza en la estabilidad económica y monetaria del SME.

16 de septiembre: La libra esterlina y la lira italiana se retiran del SME. La peseta sigue cayendo respecto al marco.

31 de diciembre: España ratifica el Tratado de la Unión Europea.

1993

1 de enero: entra en vigor el Mercado Único Europeo.

17 de febrero: tensiones en el Sistema Monetario Europeo ante el fortalecimiento del marco alemán y la debilidad de las divisas española, italiana y francesa.

Las tensiones sobre las monedas de los países pertenecientes al área euro estarán sometidas durante todo este ejercicio a las tensiones derivadas del mercado.

26 de abril: las letras del Tesoro cotizan por primera vez en Bolsa. El Banco de España sigue apoyando a la peseta, que en estos momentos es la divisa más débil del SME.

30 de julio: la crisis del SME se agudiza. La peseta cotiza a mínimos históricos: 82,82 pesetas/marco. El Banco de España interviene en defensa de la divisa española.

2 de agosto: las autoridades monetarias comunitarias deciden la ampliación de las bandas de fluctuación de todas las monedas integrantes del mecanismo de cambios del SME hasta el 15% para dar solución a la crisis cambiaria.

1 de noviembre: entra en vigor el Tratado de Maastricht.

1994

1 de enero: se inicia la segunda fase de la Unión Económica y Monetaria. Entra en vigor el Espacio Único Europeo.

15 de abril: nace la Organización Mundial del Comercio como resultado de la firma de los acuerdos de la Ronda Uruguay en Marraquech.

25 de abril: el Banco Santander adquiere Banesto por 313.300 millones de pesetas.

2 de junio: se publica la Ley de Autonomía del Banco de España, que entra en vigor al día siguiente.

16 de junio: la rentabilidad de la deuda pública española a diez años se sitúa en el 10,5% arrastrada por el *crash* en los mercados europeos de deuda pública.

15 de julio: se aprueba el nuevo Programa de Convergencia español.

1995

27 de febrero: se agrava la crisis en el SME. Las divisas más afectadas son el franco francés, la peseta, la lira –fuera del mecanismo de cambios–, la corona y el escudo. La situación parece salvarse por la intervención de los bancos centrales.

6 de marzo: el Comité Monetario de la Unión Europea decide una nueva devaluación de la peseta (y del escudo portugués) del 7%. El tipo de cambio central pasa a ser de 85,07 pesetas por marco.

26 de marzo: entra en vigor el acuerdo de Schengen firmado por Bélgica, Alemania, Luxemburgo, Francia, España, Países Bajos, y Portugal, por el que se establece la total libertad de circulación de personas entre los países miembros.

1 de julio: comienza la presidencia española de la Unión Europea.

5 de octubre: el Gobierno aprueba el proyecto de Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados.

17 de diciembre: el Consejo Europeo celebra la Cumbre de Madrid, con la que concluye la presidencia española de la Unión Europea. En ella se adopta el nombre de *euro*.

1996

5 de marzo: el Gobierno de los Estados Unidos aprueba la ley Helms-Burton, que endurece el embargo contra Cuba y que afectará negativamente a las inversiones españolas en la isla.

29 de marzo: comienza la Conferencia Intergubernamental en Turín en la que se debatirá la reforma del Tratado de Maastricht, así como la de las instituciones europeas con vistas a una posible ampliación de la Unión Europea hacia el Este.

22 de agosto: subidas generalizadas en los mercados bursátiles europeos, ante el recorte del tipo repo por parte del Bundesbank. La medida es seguida por la mayor parte de los bancos centrales europeos.

9 de octubre: Gobierno y sindicatos firman el acuerdo sobre las pensiones que desarrolla el Pacto de Toledo.

15 de diciembre: el Consejo Europeo aprueba la estructura del nuevo mecanismo de cambio entre el euro, así como los aspectos básicos del marco jurídico del euro y los principios fundamentales del Pacto de Estabilidad.

1997

20 de enero: comienza la colocación de acciones de Telefónica, la operación financiera más importante de la historia de España hasta la fecha.

11 de abril: el Consejo de Ministros aprueba el Plan de Estabilidad 1997-2000, con el que España deberá incorporarse a la moneda única.

13 de junio: el BOE publica la regulación de las operaciones con derivados que pueden realizar los fondos de inversión.

16 de junio: los líderes de la UE alcanzan en Amsterdam un acuerdo para completar la Unión Monetaria con una dimensión económica y social, tal y como solicitaba Francia, país que ratifica finalmente el Pacto de Estabilidad.

20 de junio: el BOE publica la Orden Ministerial por la que se autoriza al Tesoro a emitir los *strips* a partir de los bonos segregables.

23 de octubre: la crisis desatada en el Sudeste Asiático alcanza a Wall Street, que pierde un 2,3%, y a las bolsas europeas. La Bolsa de Madrid registra un retroceso del 2,43%.

27 de Noviembre: la liberización del sector eléctrico se materializa en la Ley 54/1997 del Sector Eléctrico.

1998

8 de enero: los mercados de Indonesia se colapsan: la Bolsa de Yakarta cae un 11,8% mientras que la rupia indonesia se deprecia un 18%. Corea del Sur negocia reestructuración de su deuda extrema para escapar de la suspensión de pagos.

30 de enero: se inicia el Foro Económico Mundial en Davos.

2000 dirigentes políticos, empresarios y banqueros discutieron varios temas, entre ellos como cambiará el euro la posición y competitividad de Europa en el mundo.

1 de junio: se constituye el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que estará compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y por los bancos centrales nacionales de los países participantes en el euro.

16 de noviembre: se aprueba la Ley 34/1998, de reforma del mercado de valores.

31 de diciembre: el Consejo Europeo fija el tipo de conversión entre el euro y las monedas de los Estados miembros que adoptan la moneda única. El tipo de cambio de la moneda europea frente a la peseta queda fijado en 166,386 pesetas.

1999

1 de enero: comienza la tercera y última fase de la Unión Económica Monetaria con la puesta en marcha de la moneda única, el euro, para los once Estados que han cumplido los criterios de convergencia.

5 de enero: se aprueba la Ley 1/1999 reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y sus sociedades gestoras.

1 de mayo: entra en vigor el Tratado de Amsterdam. Este texto, que se considera la Constitución de la UE, sustituye al Tratado de Maastricht de 1992.

1 de junio: comienza a operar SENAF (Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros), plataforma electrónica de negociación de bonos y obligaciones de Deuda Pública española.

4 de junio: Romano Prodi presenta su plan para reformar la Comisión Europea.

2 de julio: las autoridades cubanas anuncian su disposición a realizar en euros todas las transacciones comerciales con países del Área Euro.

21 de julio: comienza la producción de billetes de euro en Bélgica, Alemania, Italia, Holanda y España.

18 de junio: el BCE realiza su primera intervención en el mercado de divisas, a petición del Banco Central de Japón, con el objetivo de parar la depreciación del yen frente al euro, que alcanzó un máximo histórico del 122,6 yenes/euro.

2000

20 de marzo: las Bolsas de París, Ámsterdam y Bruselas se fusionan en una gran bolsa: Euronext.

5 de marzo: la filial de BBVA, Uno-e, y la entidad británica *First-e*, protagoniza la primera fusión de bancos por Internet en Europa, para operar en Europa, América y Asia.

8 de mayo: el BBVA anuncia que realizará la mayor ampliación de capital de la historia de la banca, por importe de 550.000 millones de pesetas, para financiar su expansión en América Latina y sus proyectos de inversión en digitalización.

19 de mayo: las bolsas europeas se derrumban, por la caída de los valores tecnológicos y la debilidad del euro.

6 de diciembre: el FMI lanza una línea de ayuda a Turquía para que supere la grave crisis financiera por la que está atravesando. A cambio, le exige la liberación de su economía y reformas en el sector bancario.

2001

1 de enero: la Unión Monetaria Europea se amplía a doce países, con la incorporación de la dracma griega a la moneda única. El cambio queda establecido en 340,75 dracmas por euro.

26 de febrero: los Quince firman el tratado de Niza, que pretende resolver los principales problemas que plantea la ampliación de la UE, fijando un nuevo reparto de poder en las instituciones europeas.

26 de marzo: el Consejo Europeo, celebrado en Estocolmo, aprueba el informe Lamfalussy sobre regulación de los mercados bursátiles.

11 de septiembre: ataque terrorista en EE.UU que paraliza el país. La Bolsa de Nueva York permanecerá cerrada varios días. Este ataque provoca un mayor temor a la recesión económica.

3 diciembre: Enron se declara en quiebra, la mayor de la historia, al ascender la deuda de la compañía a 31.200 millones de dólares.

2002

1 de enero: comienzan a circular las monedas y billetes de euro en los doce países integrantes de la Unión Monetaria Europea.

15 de febrero: se constituye Bolsas y Mercados Españoles, integrado por las bolsas, los mercados de renta fija y de derivados y los sistemas de compensación y liquidación españoles.

28 de febrero: la peseta desaparece tras 133 años de historia. Finaliza así la etapa de dos meses de convivencia entre la peseta y el euro tras comenzar a circular el 1 de enero de este ejercicio.

19 de abril: el Banco Central de Argentina ordena el cierre *por tiempo indeterminado* de los bancos y el mercado cambiario para evitar la fuga masiva de depósitos que producían los miles de recursos de amparo que a diario concedían los jueces a los ahorradores atrapados en el *corralito* y que hubiera llevado a la quiebra del sistema financiero en unos 20 días.

30 de junio: termina el plazo para cambiar las pesetas por euros en cajas de ahorros y bancos.

Según datos del Banco de España, casi medio billón de pesetas, el 56% del total, no se ha cambiado a euros.

2003

1 de febrero: entra en vigor el Tratado de Niza.

4 de febrero: la República Federal de Yugoslavia (RFY) deja de existir oficialmente y da paso al Estado de Serbia–Montenegro.

16 de abril: los 15 países de la Unión Europea y 10 países surgidos de lo que fue la antigua Europa comunista firman en Atenas un tratado de ampliación que debe permitir que la UE pase a 25 miembros el 1 de mayo de 2004.

20 de marzo: inicio de la Guerra de Irak o de la Segunda Guerra del Golfo: Tropas de Estados Unidos y de otros tres países invaden Irak.

2004

11 de marzo: en Madrid suceden los atentados del 11-M. Atentado contra cuatro trenes de la red de Cercanías de Madrid llevados a cabo por terroristas yihadistas. Pierden la vida 191 personas.

19 de agosto: Google sale a bolsa.

11 de octubre: nuevo record del Brent, el barril de petróleo

supera los 50 dólares. La inestabilidad en las zonas de producción, la guerra de Irak, los ciclones y huracanes, las huelgas y la especulación han disparado el precio del barril tanto en Europa como en Estados Unidos.

29 de octubre: los 25 Jefes de Estado y de Gobierno de la Unión Europea firman en Roma el Tratado por el que se establece una Constitución para Europa.

2005

20 de febrero: en España se realiza un referéndum nacional para la ratificación de la Constitución Europea. La participación fue de solo el 42 % y el 76,7 % de los votantes aprueba la nueva Constitución.

19 de octubre: la inversión de las compañías de capital riesgo en España durante los nueve meses de 2005 ascendió a 2.075 millones de euros, un 140% más que en el mismo periodo del año 2004.

27 de octubre: la cifra de déficit comercial español será la mayor de toda Europa en 2005, ha crecido un 33,6% en los ocho primeros meses del año.

2006

9 de mayo: operación contra Fórum Filatélico y Afinsa.

19 de octubre: el endeudamiento de las familias españolas ha marcado un récord histórico situándose en 772.512 millones de euros, lo que representa más del 82% del PIB, y supone un incremento del 19,4% respecto al mismo periodo del 2005, según los datos del Banco de España.

10 de octubre: Google compra el sitio de videos por internet YouTube por 1.650 millones de dólares.

28 de noviembre: BBVA está llevando a cabo una ampliación de capital de 3.000 millones de euros, un 5%.

El banco dice que el objetivo es recuperar el ratio de *core capital* y situarlo en el 6,2% en 2007.

2007

11 de enero: Jean Claude Trichet, presidente del Banco Central Europeo, advierte que actuará con firmeza para asegurar la estabilidad de los precios.

11 de noviembre: Santander anuncia una ampliación del 25% de su capital por un valor de 7.200 millones de euros, que se destina a reforzar su solvencia ante la difícil coyuntura económica actual.

22 de noviembre: los créditos dudosos rozan los 14.000 millones tras crecer este año un 34%.

4 de diciembre: la crisis de las *subprime* hace estragos en las empresas del sector que han visto como una del gremio, JPMorgan, rebajaba sus previsiones de beneficio para ella misma y para otros cuatro pesos pesados como Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch y Lehman Brothers.

2008

14 de septiembre: quiebra el cuarto banco de inversiones del mundo, el estadounidense Lehman Brothers, con el mayor pasivo de la historia: 550.000 millones de dólares. Afecta a unas cien mil entidades financieras y desata el pánico ante la amenaza de un crash financiero mundial. El Banco Central Europeo y la Reserva Federal de los EE.UU inyectaron liquidez en los mercados para contener las caídas bursátiles y el *Bank of America* amortiguo el caos con la compra del banco de inversión Merrill Lynch por 50.000 millones de dólares.

3 de octubre: la Cámara de Representantes de los EE.UU. aprueba el plan de rescate propuesto por la Administración Bush destinado a combatir la recesión económica.

27 de noviembre: el Gobierno presenta ante el Congreso de los Diputados el que sería conocido como Plan E para combatir el desempleo.

31 de diciembre: la Bolsa española cerró el peor año de su historia. El IBEX 35 cayó cerca de un 40%, pasando de los 15.182,3 puntos del 1 de enero a los 9.195,8 puntos del final del año (una caída similar a la del índice Dow Jones de la Bolsa de Nueva York).

2009

1 de enero: Eslovaquia se une a la zona euro, sumando así 16 estados.

2 de abril: los dirigentes de las 20 economías más importantes del mundo, reunidos en Londres, deciden crear un fondo de un billón de dólares para asistir a los países con mayores dificultades ante la crisis.

2 de junio: General Motors, el segundo fabricante de automóviles del mundo, se declara en bancarrota.

26 de junio: el Gobierno anuncia la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) para hacer frente a los problemas que puedan presentar las entidades financieras. El FROB estará dotado inicialmente con 9.000 millones de euros.

1 de octubre: se realiza el primer test de estrés por parte de la EBA (*European Banking Authority*).

2010

29 de enero: tras conocerse que el déficit público había alcanzado el 11,4% del PIB en 2009, el Gobierno anunció la puesta en marcha de un plan de austeridad inmediato de 5.000 millones de euro que se suma al recorte.

30 de abril: la tasa de paro rebasa el 20%. Según la EPA del primer trimestre de 2010 el desempleo aumentó en cerca de 300.000 personas alcanzando los 4.612.700 parados (el 20,05% de la población activa).

2 de mayo: la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional respondieron a la crisis griega con el lanzamiento de un préstamo de rescate de 110.000 millones de euros.

12 de mayo: giro de la política económica del Gobierno ante el riesgo de intervención por la Unión Europea, en el contexto de la crisis del euro aplicando duras medidas de ajuste.

2011

8 de abril: Portugal pide el rescate del fondo financiero de la Unión Europea, en el que también participará el Fondo Monetario Internacional.

9 de mayo: en Grecia, la crisis financiera de la deuda soberana se acrecienta ante los rumores de un nuevo rescate. Las bolsas de toda Europa bajan ante la incertidumbre.

29 de junio: Grecia vota un paquete de medidas para evitar la quiebra económica. El país se encuentra sumido en protestas.

15 de julio: Italia aprueba un plan de ajuste de 79.000 millones de euros y aumenta la incertidumbre sobre la crisis de la eurozona.

5 de agosto: la prima de riesgo de la deuda española respecto de la deuda alemana alcanza máximos históricos al quedarse cerca de los 400 puntos básicos.

17 de noviembre: Test de Estrés EBA: Conocidos los resultados de bancos y cajas, se dio que un total de 8 de las 90 entidades financieras europeas más importantes suspendieron el examen por no mantener mínimamente un capital básico del 5%.

9 de diciembre: en Bruselas concluye la histórica cumbre europea destinada a tomar medidas para salvar el euro y solucionar la grave crisis de deuda soberana de los países de la Unión Europea.

2012

27 de enero: el Consejo de Ministros aprueba el anteproyecto de la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera de las Administraciones Públicas que establece techos de gasto para todas las administraciones, incluidas la autonómicas y las locales.

3 de febrero: el Gobierno aprueba su primera reforma financiera (tercera desde que empezó la crisis). Los bancos deberán contar con fondos propios de hasta 52.000 millones de euros para cubrir los riesgos. El Gobierno ampliará el capital del FROB hasta los 15.000 millones.

9 de mayo: en España, el Gobierno anuncia recortes de 10.000 millones de euros en los presupuestos de Educación y Salud así como la nacionalización de Bankia, que necesitaría una cifra similar para no quebrar.

12 de mayo: el BOE publica el Real Decreto-Ley 18/2012 sobre el saneamiento y venta de los activos inmobiliarios

del sector financiero, para intentar lograr el saneamiento de los balances de las entidades de crédito.

25 de mayo: el Consejo de Administración de Bankia decide pedir una inyección de 19.000 millones de euros de dinero público para el grupo Banco Financiero y de Ahorros, matriz de Bankia (de los que 12.000 serán para esa entidad), una cifra que la convierte en el mayor rescate financiero de la historia de España y uno de los mayores de Europa.

7 de junio: el subgobernador del Banco de España anunció que las entidades financieras nacionalizadas CatalunyaCaixa y Novagalicia necesitarán 9.000 millones adicionales de ayuda pública, que se sumarán a los 5.500 millones de euros ya inyectados por el Estado.

9 de junio: el Ministro de Economía Luis de Guindos anuncia que España ha solicitado y obtenido un rescate financiero de la Unión Europea de hasta 100.000 millones de euros que utilizará para sanear el sistema financiero español.

29 de junio: los jefes de estado de la zona euro deciden asignar tareas de supervisión al BCE dentro de un Mecanismo Único de Supervisión (MUS).

26 de julio: Mario Draghi, presidente del BCE, alivia la tormenta financiera con una simple insinuación de que actuará a fondo para garantizar el futuro de la moneda única con su famosa frase *whatever it takes* (“El BCE hará todo lo necesario para sostener el euro.”).

31 de agosto: tercera reforma del sistema financiero, por la que el Gobierno a través del FROB y el Banco de España amplían sus poderes sobre los bancos que podrán ser intervenidos en cuanto se detecten problemas de insolvencia y liquidarlos si no son viables. Además, se crea el banco malo (SAREB) que comprará los activos más dañados de la banca para sanearla.

12 de septiembre: la Comisión Europea presenta un proyecto de reglamento que asigna tareas específicas de supervisión al BCE y describe el papel y las responsabilidades a desempeñar por la EBA dentro del marco de supervisión bancario. Adicionalmente, se publica una hoja de ruta hacia la Unión Bancaria.

28 de septiembre: la consultora Oliver Wyman concluye que las necesidades de la banca española ascienden a 53.745 millones de euros.

2013

23 de marzo: el Gobierno aprueba un plan que convierte las participaciones preferentes en acciones de los bancos, suponiendo un recorte del valor de la inversión que oscila entre el 10% y el 70%.

26 de abril: el Gobierno aprueba el Plan Nacional de Reformas y la Actualización del Programa de Estabilidad 2013-2016 que presentará a la Comisión Europea en el que se ralentiza el ajuste de las cuentas pública, retrasando el objetivo de reducir el déficit al 3% del PIB de 2014 a 2016.

23 de julio: se confirma que la economía española decreció durante ocho trimestres seguidos, superando así su recesión más larga desde 1975.

13 de septiembre: se hace oficial que la deuda pública de España alcanzó el 92,2% del PIB en el segundo trimestre del año 2013.

23 de octubre: el BCE, junto con las autoridades nacionales competentes, realiza la evaluación global (*comprehensive assessment*) de 130 bancos a nivel europeo.

14 de noviembre: el Eurogrupo acuerda el final del rescate financiero de la banca española (que ha supuesto algo más de 40.000 millones de euros) sin imponer condiciones adicionales.

27 de diciembre: el BOE publica la Ley 26/2013 de cajas de ahorros y fundaciones bancarias a través de las cuales las antiguas cajas de ahorro pueden continuar su obra social.

2014

19 de marzo: el Parlamento europeo aprueba la creación del llamado Fondo Único de Resolución para la liquidación o reestructuración de los bancos europeos con problemas, dotado con 55.000 millones de euros, y que entrará en funcionamiento en 2016.

3 de abril: el presidente del Banco Central Europeo Mario Draghi manifiesta el compromiso del Banco a «usar instrumentos no convencionales dentro de su mandato para hacer frente a los riesgos de un periodo demasiado prolongado de baja inflación».

15 de mayo: entra en vigor el reglamento marco del MUS.

19 de agosto: entra en vigor el reglamento sobre el Mecanismo Único de Resolución, que establece normas y procedimientos uniformes para la resolución de los bancos en el marco del Mecanismo de Resolución Única, respaldado por el Fondo de Resolución Única.

2015

10 de febrero: el Gobierno privatiza el 49% de Aena, empresa estatal propietaria de los aeropuertos españoles, siendo el ente público ENAIRE el accionista mayoritario.

10 de marzo: el Banco de España interviene el Banco de Madrid por ser propiedad de Banca Privada de Andorra (BPA).

28 de junio: Grecia declara el corralito bancario ante el fracaso de las negociaciones por la crisis de la deuda soberana.

20 de julio: Cuba y Estados Unidos restablecen oficialmente sus relaciones diplomáticas canceladas en 1961, con la apertura de las embajadas.

26 de octubre: el presidente del Gobierno, Mariano Rajoy, firma el decreto de disolución del Parlamento y convoca elecciones generales para el 20 de diciembre.

2016

23 de junio: Reino Unido decide mediante referéndum (*Brexit*), dejar de ser miembro de la Unión Europea.

24 de junio: el IBEX 35 sufre la mayor caída de su historia hasta la fecha, del 12,35%, tras el *Brexit*.

26 de junio: elecciones generales: el PP refuerza su mayoría en el Congreso y alcanza los 137 escaños. Así, el Partido Popular gana las elecciones generales de España obteniendo la mayoría simple en el Senado y en el Congreso de los Diputados.

29 de julio: se efectúa un nuevo test de *stress* por parte de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés). Los seis bancos españoles han aprobado los test, siendo Bankia la entidad más sólida.

29 de octubre: España pone fin a la etapa más larga vivida con un presidente del Gobierno en funciones tras el nombramiento de Mariano Rajoy por el Congreso de los Diputados.

8 de noviembre: en Estados Unidos se celebran elecciones presidenciales. Donald Trump vence a Hillary Clinton.

30 de diciembre: en 2016 España se convierte en el segundo país de la Eurozona que más crece, al registrar un crecimiento del PIB del 0,7% en el segundo trimestre de ese año.

2017

20 de enero: Real Decreto-Ley 1/2017, de medidas urgentes de protección de consumidores en materia de cláusulas suelo.

7 de junio: se resuelve de madrugada el Banco Popular declarado por el Mecanismo Único de Supervisión (SSM) como inviable o a punto de serlo (*failling or likely to fail*).

12 de junio: la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV) prohibió con efectos inmediatos y por el plazo de un mes las ventas en corto y operaciones similares relacionadas con acciones de Liberbank, para evitar ataques especulativos provocados por el efecto contagio del proceso del Banco Popular.

30 de junio: el Banco de España publica el anuncio del proyecto de circular a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros.



Autores:

Emilio Ontiveros, Presidente Afi
Ángel Berges, Vicepresidente Afi
Francisco J. Valero, Área de Banca
Daniel Manzano, Presidente Afi Inversiones Financieras
Globales y Afi Consultores Administraciones Públicas
José Manuel Amor, Área de Análisis Económico y de Mercados
David Cano, Área de Asesoramiento Financiero
César Cantalapiedra, Área de Finanzas Públicas
Ana Domínguez, Área de Economía Aplicada y Territorial
Víctor Echevarría, Área de Análisis Económico y de Mercados
Noelia Fernández, Área de Economía Aplicada y Territorial
Daniel Fuentes, Área de Análisis Económico y de Mercados
Iratxe Galdeano, Área de Seguros
Jose Antonio Herce, Área de Economía Aplicada y Territorial
Pablo Hernández, Área de Economía Aplicada y Territorial
Óscar Ibáñez, Área de Banca
Carmen López, Área de Finanzas Públicas
Verónica López, Área de Economía Aplicada y Territorial
Carlos Magán, Área de Asesoramiento Financiero
Elena Montesinos, Área de Economía Aplicada y Territorial
Ricardo Pedraz, Área de Finanzas Públicas
Alfonso Pelayo, Área de Banca
Irene Peña, Área de Corporate
María Romero, Área de Economía Aplicada y Territorial
Arturo Rojas, Área de Corporate
Fernando Rojas, Área de Banca
Itziar Sola, Área de Banca

Coordinación:

Daniel Manzano
José Manuel Amor
Virginia González
Silvia Meattini
Lucía Nogueroles



© Analistas Financieros
Internacionales, S.A. 2017
Marqués de Villamejor, 5.
28006 Madrid
www.afi.es
ediciones@afi.es

Diseño y realización:

Estrada Design

Fotografías:

Archivo fotográfico Afi
Amador Toril

ISBN:
978-84-89378-79-7
Depósito legal:
M-32.195-2017

Impreso en España

Queda rigurosamente prohibida,
sin la autorización escrita
del titular del *Copyright*, bajo
las sanciones establecidas por las leyes,
la reproducción parcial
o total de esta obra por cualquier medio
o procedimiento, comprendidos
la reprografía y el tratamiento informático
y la distribución de ejemplares de ella
mediante alquiler o préstamo público.



Este libro se terminó
de imprimir
el trece de noviembre
de dos mil diecisiete,
en los talleres de Gráficas
Muriel.



Este libro es una celebración y un testimonio. Los treinta años que transcurren a partir de finales de 1987 definen la edad de Analistas Financieros Internacionales (Afi), pero también el período de transformaciones más intensas en la economía global y en la española. En sus páginas damos cuenta de lo que ha ocurrido en el sistema financiero en estos treinta años, pero también en el conjunto de la economía española y en el de su entorno relevante. Lo hacemos con la visión singular y la perspectiva con la que desde Afi nos hemos enfrentado, día a día durante estas tres décadas, al análisis de los muchos cambios que han tenido lugar.



1987-2017