

# ECONOMISTAS

MADRID

COLEGIO DE

COLEGIO DE ECONOMISTAS DE MADRID  
CONSEJO GENERAL DE ECONOMISTAS

ESPAÑA 2017. UN BALANCE

Nº 156/157 EXTRA





# ECONOMISTAS

COLEGIO DE MADRID

Nº Extra 156/157 - Marzo 2018

## Consejo de Redacción

### Director

Jaime Requeijo

### Secretario

Rafael Laso

### Consejeros

Fernando Bécker

José M<sup>a</sup> Casado

Juan Ramón Cuadrado

Juan José Durán

José M<sup>a</sup> Espí

Pascual Fernández

Silvia Iranzo

Rafael Pampillón

Amelia Pérez Zabaleta

Antonio Pulido

José M<sup>a</sup> Rotellar

## Redacción y Administración

Colegio de Economistas de Madrid

Flora, 1 - 28013 Madrid

91 559 46 02

revista.economistas@cemad.es

www.cemad.es

## Diseño de Portada

Fernando Villar

## Impresión

Raíz Técnicas Gráficas

## Depósito Legal

M-13.155-1983

ISSN 0212-4386

No está permitida la reproducción total o parcial de esta revista, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro y otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor.



Colegio de  
Economistas  
de Madrid

El Colegio de Economistas de Madrid no comparte necesariamente las opiniones expresadas en los artículos publicados, los únicos responsables son sus propios autores.

## 6 Editorial

### 8 Panorama general

Coordinador: *Jaime Requeijo*

### 9 La situación de la economía mundial

*Silvia Iranzo Gutiérrez*

### 23 La cohesión regional en la Unión Europea entre 2000 y 2015

*Pascual Fernández*

### 35 *Brexit*: la factura del divorcio

*Álvaro Anchuelo Crego*

### 44 Sectores productivos

Coordinadora: *Amelia Pérez Zabaleta*

### 45 La economía digital en España: análisis y situación frente a Europa

*Ana M. López*

### 54 El impacto de la sequía en el suministro de agua y energía

*Pilar Gracia de Rentería, Mario Ballesteros Olza y Amelia Pérez Zabaleta*

### 60 Otro año prodigioso para el turismo español

*Ángeles Alarcó*

### 64 Sistema financiero

Coordinador: *Jaime Requeijo*

### 65 La política monetaria del Banco Central Europeo

*Pablo Hernández de Cos*

### 75 Del fin del ciclo regulatorio a la revolución digital en la banca

*Rocío Sánchez Barrios*

### 82 **Sector público**

**Coordinador:** *José M<sup>a</sup> Espí*

---

83 La financiación de la deuda del Estado

*Emma Navarro Aguilera*

---

92 Un ejercicio presupuestario singular

*Victorio Valle, Reyes Navarro y M<sup>a</sup> Jesús Fernández*

---

102 La política financiera de las CC.AA. ante un escenario de mutualización de la deuda

*César Cantalapiedra y M<sup>a</sup> Montaña González*

---

110 El sector público local

*Alain Cuenca*

---

---

### 116 **Capital humano y empleo**

**Coordinador:** *Pascual Fernández*

---

117 Rumbo firme hacia los veinte millones de empleos

*Fátima Báñez*

---

123 La intermediación laboral como servicio de información

*Miguel Ángel Malo*

---

133 Digitalización y déficit de talento: su impacto en el mercado laboral desde una perspectiva de recursos humanos

*Valentín Bote Álvarez-Carrasco*

---

143 Comportamiento del desempleo cíclico y estructural en España: un análisis a través de la curva de Beveridge

*Ana Cristina Mingorance-Arnaiz y Rafael Pampillón Olmedo*

---

---

### 152 **Actividad empresarial**

**Coordinador:** *Juan José Durán Herrera*

---

153 El protagonismo de la empresa española en el patrón de crecimiento

*Javier Vega de Seoane*

---

158 Un buen momento para las cotizadas españolas

*Domingo J. García Coto y Javier Garrido Domingo*

---

---

174 Irresponsabilidad de la empresa y pasivos intangibles  
*Juan José Durán Herrera*

---

180 El resurgir del sector inmobiliario  
*Julián Salcedo Gómez*

---

---

186 **Economía regional**  
Coordinador: *José M<sup>a</sup> Rotellar*

---

187 La economía madrileña  
*Pedro Cortiñas Vázquez y Cristina Sánchez Figueroa*

---

195 Mercado de trabajo en la Comunidad de Madrid  
*Valentín Bote Álvarez-Carrasco*

---

206 Creación de empresas y atracción de inversiones  
en la Comunidad de Madrid  
*Rocío Albert y Rogelio Biazzi*

---

---

218 **Perspectivas**  
Coordinador: *Antonio Pulido San Román*

---

219 ¿Expansión mantenida 2018-2019 o desaceleración?  
*Antonio Pulido San Román*

---

226 Riesgos económicos y geopolíticos para la economía mundial  
*Federico Steinberg y José Pablo Martínez*

---

232 Expectativas y riesgos para la economía española  
*Julián Pérez García*

---

---

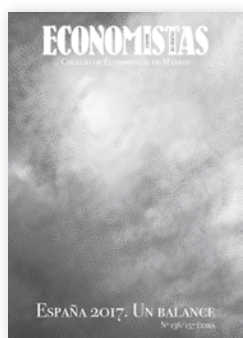
238 **Premio Nobel de Economía**

---

239 La importancia de la psicología económica.  
Richard H. Thaler, Premio Nobel de Economía 2017  
*José Antonio Negrín de la Peña*

---

---



## RELATO DE UNA EXPANSIÓN PROLONGADA

Como es costumbre, la revista *Economistas* dedica su primer número de cada año a examinar, de la mano de reconocidos expertos, lo ocurrido en la economía mundial y especialmente, en la española.

La economía mundial, en su conjunto, ha crecido a buen ritmo en 2017 y, por lo que se refiere a nuestro ámbito más próximo, la Unión Europea, los resultados, en términos de crecimiento, han sido, también, razonablemente satisfactorios. Queda pendiente, eso sí, la salida del Reino Unido de la Unión, salida que debe sortear un primer escollo: la deuda que Gran Bretaña tiene pendiente, en virtud de compromisos contraídos, y sobre la que no existe, todavía, un acuerdo definitivo.

Para la economía española, 2017 ha sido, en su conjunto, un buen año, tal y como reflejan los distintos análisis incluidos en el Balance. Con un crecimiento del producto total superior al 3%, este cuarto año de expansión ha permitido crear más de 600.000 empleos y rebajar la tasa de paro hasta el 16,5% de la población activa. El porcentaje es elevado, y muy por encima del de la media de la Unión Europea, pero recuérdese que, en 2012, ascendía al 25,77%, de acuerdo con los datos del Instituto Nacional de Estadística.

Ese crecimiento, al que ha servido de apoyo, la política monetaria expansiva practicada, desde hace años, por el Banco Central Europeo, ha supuesto un aumento considerable de los ingresos del sector público y, como correlato, una disminución del déficit público y un menor peso relativo del servicio de la deuda.

Por lo que al sector exterior se refiere, hay que destacar, un año más, la aportación positiva del saldo neto exterior; una aportación que se basa no sólo en el buen comportamiento de las exportaciones de bienes sino, además, en el crecimiento notable de la exportación de servicios, tanto de los servicios turísticos como de los restantes servicios.

El crecimiento y la creación de empleo son, sin duda, las características fundamentales observables en 2017, en la economía española; pero los trabajos incluidos en el presente número de la revista resaltan una serie de aspectos de indudable interés: la progresiva digitalización de la

actividad productiva y su posible impacto en los mercados laborales; la evolución financiera de las comunidades autónomas y, en general, el estudio de los principales problemas sectoriales.

El número se cierra, como en el año anterior, con una serie de análisis prospectivos sobre la evolución de la economía mundial y la economía española y, por supuesto, con una amplia referencia a los trabajos de Richard Thaler, último Premio Nobel de Economía.





# PANORAMA GENERAL

**Coordinador**

**Jaime Requeijo**

*Catedrático Emérito de Economía Aplicada, IEB*

# LA SITUACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

**Silvia Iranzo Gutiérrez**

*Técnico Comercial y Economista del Estado. Profesora de Economía.*

*Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF) e Instituto de Estudios Bursátiles (IEB)*

## RESUMEN

La economía mundial creció en 2017 a una apreciable tasa del 3,6%. La expansión económica tuvo un carácter más equilibrado que en años anteriores, beneficiando a un abanico más amplio de países y regiones. Los precios aun moderados de las materias primas, junto a unas políticas monetarias acomodaticias en las economías más avanzadas, permitieron sostener unas tasas de crecimiento que brindan una excelente oportunidad para afrontar con mayor holgura los retos de la economía mundial. En el lado negativo de la balanza, se produjo un retroceso en los acuerdos de cooperación comercial y económica, que podría dar paso a movimientos proteccionistas con consecuencias negativas para la producción y el empleo en ejercicios futuros.

## PALABRAS CLAVE

Crecimiento del PIB, Comercio internacional, Países avanzados, Países emergentes y en desarrollo, Estados Unidos, Eurozona, China, Precios de las materias primas, Política monetaria, Inflación, Tipos de interés, Banco Central Europeo, Reserva Federal, OPEP, Cooperación comercial.

## 1. Evolución de la economía mundial en 2017

### 1.1. El PIB

El PIB mundial real creció al 3,6% en 2017, según la estimación realizada por el Fondo Monetario Internacional (para la Comisión Europea y la OCDE fue el 3,5 y el 3,6%, respectivamente). Se trata de una evolución muy positiva en comparación con el ejercicio anterior, en que el crecimiento económico mundial fue el menor desde el estallido de la gran recesión. La expansión de la economía mundial tuvo un carácter más sincronizado entre regiones avanzadas y emergentes que en años anteriores.

Los argumentos de la expansión económica actual fueron las políticas monetarias expansivas o acomodaticias, el auge de la inversión empresarial merced a unas condiciones favorables de los mercados financieros, los precios moderados de las materias primas, la mejora del empleo, la recuperación del comercio internacional, y unas expectativas optimistas sobre la economía, que tuvieron su reflejo directo en la subida de las cotizaciones bursátiles.

El PIB per cápita mundial mejoró un 2,3% en 2017, según el FMI, la mejor tasa de los últimos seis años.

Destaca la mejora de este indicador en China (avance del 6,1%), India (5,3%), ASEAN-5 –Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam– (3,9%) y, dentro del mundo desarrollado, España (3,2%).

### 1.2. El PIB por zonas geográficas

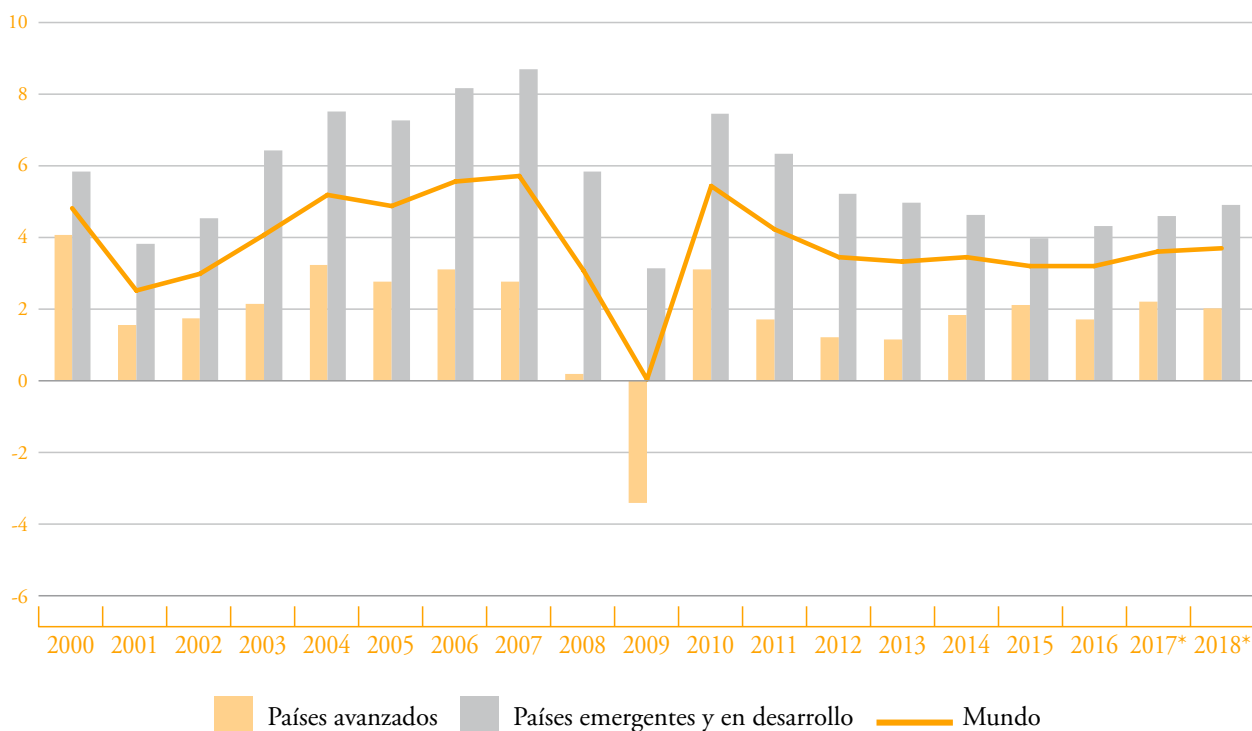
El gráfico 1 muestra la evolución del crecimiento económico mundial desde el año 2000. Uno de los rasgos más llamativos de dicha evolución es la convergencia de las tasas de crecimiento entre países avanzados y países emergentes o en desarrollo que se viene produciendo desde 2009, año en el que la divergencia entre ambos bloques alcanzó las mayores cotas, con signos diferentes de las tasas respectivas de evolución del PIB. Desde ese año, la aproximación de las mismas entre las referidas regiones ha ido en aumento (para 2018 las previsiones del FMI reflejan de nuevo un cierto alejamiento a favor de los países emergentes y en desarrollo).

El cuadro 1 muestra que, en los países avanzados, el crecimiento del PIB real fue del 2,2% en 2017, la tasa más elevada de los últimos siete años. Casi todos estos países pudieron reducir la brecha de crecimiento (*output gap*) gracias al progreso de la inversión empresarial. Las tasas de paro disminuyeron en Estados Unidos (del

**Gráfico 1**

**PIB mundial real**

(Tasa de crecimiento en porcentaje)



\* Estimación.

Fuente: FMI.

4,9% en 2016 al 4,4% en 2017), en la eurozona (del 10% al 9,2%) y en Japón (del 3,1% al 2,9%).

En Estados Unidos, el crecimiento fue del 2,2%, apoyado en una inversión empresarial al alza debido en parte a la recuperación del sector energético. La política monetaria mantuvo un carácter acomodaticio, que así seguirá en 2018 con matices, como se comentará más adelante. La política fiscal, por el contrario, se tornará expansiva mediante una reforma fiscal de mucho calado, que tendrá un coste de unos 1,5 billones de dólares en diez años, y que fue aprobada definitivamente por el Congreso el 20 de diciembre de 2017. Esta reforma consiste en la rebaja de impuestos a las rentas elevadas y a las empresas (el tipo del impuesto de sociedades pasará del 35% al 20%).

En la eurozona y Japón, las tasas de crecimiento, del 2,1% y del 1,5%, respectivamente, se explican tanto por la demanda interna de consumo e inversión (im-

pulsadas respectivamente por la mejora del empleo y las condiciones financieras favorables) como por la demanda externa. Alemania creció al 2% y Francia al 1,6%. España destacó como uno de los países de la eurozona de mayor crecimiento, con un 3,1%, según el FMI, gracias a la fortaleza de la demanda externa e interna, y a pesar del deterioro de las expectativas generado por la crisis política en Cataluña. Portugal creció al 2,5%, la tasa más elevada desde que ingresó en la moneda única. Pudo devolver anticipadamente más de 9.000 millones de euros del rescate que recibió de la UE y del FMI por valor de 78.000 millones de euros en 2011. Grecia logró en el verano un tercer rescate de sus socios y del FMI, que le permitió volver con éxito a los mercados financieros después de tres años. El crecimiento de la eurozona estuvo sostenido en parte por una política monetaria muy expansiva, como se mencionará más adelante. En el ámbito fiscal, los borradores de los presupuestos para 2018 prevén

**Cuadro 1****Tasas de crecimiento del PIB 2014-2018**

(En porcentaje)

	2014	2015	2016	2017*	2018*
<b>Mundo</b>	3,4	3,4	3,2	3,6	3,7
<b>Países avanzados</b>	1,9	2,2	1,7	2,2	2,0
Estados Unidos	2,4	2,9	1,5	2,2	2,3
Eurozona	1,1	2,0	1,8	2,1	1,9
Alemania	1,6	1,5	1,9	2,0	1,8
Francia	0,6	1,1	1,2	1,6	1,8
Italia	-0,3	0,8	0,9	1,5	1,1
España	1,4	3,2	3,2	3,1	2,5
Japón	0,0	1,1	1,0	1,5	0,7
Reino Unido	3,1	2,2	1,8	1,7	1,5
Canadá	2,5	0,9	1,5	3,0	2,1
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	4,6	4,3	4,3	4,6	4,9
Com. Estados Indep. (CEI)	1,1	-2,2	0,4	2,1	2,1
Rusia	0,7	-2,8	-0,2	1,8	1,6
Asia emergente y en desarrollo	6,8	6,8	6,4	6,5	6,5
China	7,3	6,9	6,7	6,8	6,5
India	7,2	8,0	7,1	6,7	7,4
ASEAN-5**	4,6	4,9	4,9	5,2	5,2
Europa emergente y en desarrollo	2,8	4,7	3,1	4,5	3,5
Latinoamérica y Caribe	1,0	0,1	-0,9	1,2	1,9
Brasil	0,1	-3,8	-3,6	0,7	1,5
México	2,2	2,6	2,3	2,1	1,9
Oriente Medio y Norte de África	2,7	2,7	5,0	2,6	3,5
Arabia Saudí	3,6	4,1	1,7	0,1	1,1
África Subsahariana	5,1	3,4	1,4	2,6	3,4
Nigeria	6,3	2,7	-1,6	0,8	1,9
Sudáfrica	1,6	1,3	0,3	0,7	1,1

\* Las cifras de 2017 y 2018 son estimaciones.

\*\* ASEAN-5 comprende los siguientes países: Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam.

Fuente: Fondo Monetario Internacional. *World Economic Outlook*, octubre 2016.

una nueva reducción del déficit público del conjunto de la eurozona hasta el 0,9% del PIB desde el 1,1% estimado para 2017. La recuperación económica en la eurozona, que se inició hace 18 trimestres, no está completa, según la Comisión Europea, porque la cifra de paro todavía es elevada. Además, el avance en 2017 fue atípico por su dependencia de la política monetaria expansiva, por la continuación de la presencia de fragilidades fiscales y financieras originadas en la gran crisis, y por la relativamente menor fortaleza de la demanda interna respecto a recuperaciones anteriores. La Comisión Europea añade que sería preciso mejorar la productividad y los salarios para impulsar la inflación, que se encuentra en niveles excesivamente bajos a pesar de sus avances.

El Reino Unido mantuvo un patrón de crecimiento del PIB más moderado que la eurozona, con un 1,7%, como consecuencia del deterioro de la renta disponible de los hogares (por la depreciación de la libra esterlina) y de una menor inversión debido a la incertidumbre reinante sobre las condiciones de salida del país de la Unión Europea (UE).

Los países emergentes y en desarrollo avanzaron el 4,6% en 2017, apoyados por unos sostenidos flujos de capitales hacia la región, animados por el optimismo generalizado y el crédito fácil, tras su retroceso en los dos años anteriores. China e India estuvieron a la cabeza del crecimiento. China registró una demanda interna más elevada que en el año anterior, y el crecimiento en otros países importantes para la exportación china permitió elevar la demanda externa en China. En India el crecimiento se desaceleró algo, debido a los efectos de las medidas de supresión de los billetes de alta denominación por el Banco Central de la India, así como a la introducción en todo el país de un impuesto sobre el consumo. El grupo de países de ASEAN-5 creció al 5,2%, una tasa bastante elevada incluso para los estándares de la región asiática, gracias al aumento de la demanda externa.

Latinoamérica salió de la recesión en 2017, con un modesto crecimiento del 1,2%. Dentro de esta región, el comportamiento de Brasil fue muy significativo al registrar un crecimiento positivo, pues se benefició de un aumento de la exportación y de la recupera-

ción de la demanda interna tras ocho trimestres de crecimiento negativo. México mantuvo su senda de progreso, a pesar de la política monetaria restrictiva y de la incertidumbre asociada a la renegociación del acuerdo comercial NAFTA con Estados Unidos y Canadá. Argentina pudo consolidar su regreso a la ortodoxia económica y la normalización financiera, cuyos efectos positivos ya se están dejando sentir (avance del PIB del 2,7% en el segundo semestre de 2017). El caso de Venezuela es interesante pues, a pesar de ser el primer país del mundo en reservas petrolíferas, se encuentra bordeando la catástrofe humanitaria, con importantes escaseces de alimentos y medicinas, y en situación de hiperinflación (un 652,7% en 2017 y un 2.349,3% para 2018), como consecuencia de la nefasta gestión económica del gobierno de Nicolás Maduro en todos los niveles. El país ya ha suspendido pagos selectivamente, y lo hará de forma más amplia mientras espera un acuerdo de reestructuración de deuda por valor de 105.000 millones de dólares, salvo que lo remedie un alivio financiero suficiente otorgado por China y Rusia que, aunque no probable, tampoco es del todo descartable.

En Oriente Próximo y Norte de África, el ritmo de avance económico del 2,6% en 2017, la mitad que en 2016, se resintió por los efectos todavía operativos de los descensos registrados en el precio del petróleo en periodos anteriores y por los conflictos geopolíticos en la región. Arabia Saudí solo creció el 0,1%, en un contexto de reducción de ingresos petrolíferos y de un significativo déficit público. Destaca su bloqueo a Qatar junto a sus aliados (Emiratos Árabes Unidos, Bahréin y Egipto) por razones políticas. Esta acción, que previsiblemente perdure en el corto y medio plazo, ha provocado un retroceso en la integración económica y comercial de los países del Golfo, como se mencionará más adelante, con adversas consecuencias para las economías de la región y las de otros socios comerciales y financieros.

África Subsahariana creció al 2,6% en 2017, con importantes diferencias entre los distintos países de la zona. Nigeria contribuyó a lastrar los datos con un crecimiento del 0,8%, que refleja una tímida recuperación de la recesión sufrida en 2016 por los bajos precios del petróleo. Sudáfrica tampoco ayudó a impulsar el desarrollo en esta región, con un crecimiento

del 0,7%, como consecuencia de la crisis política, que perjudicó la confianza de consumidores e inversores. El golpe de Estado en Zimbabue puso fin a la era Mugabe, con consecuencias difíciles de predecir a la hora de escribir estas líneas.

Los acontecimientos económicos en las distintas economías tuvieron en muchos casos un reflejo en las calificaciones de riesgo soberano de las tres principales agencias de calificación. Algunos países que registraron mejoras en sus *ratings* soberanos fueron Argentina, Grecia, Irlanda y Portugal. Sufrieron deterioros del *rating*, entre otros, Angola, Omán, Qatar, Sudáfrica, Túnez y Venezuela.

## 2. El comercio internacional

El comercio internacional de mercancías se comportó sustancialmente mejor de lo previsto al comienzo

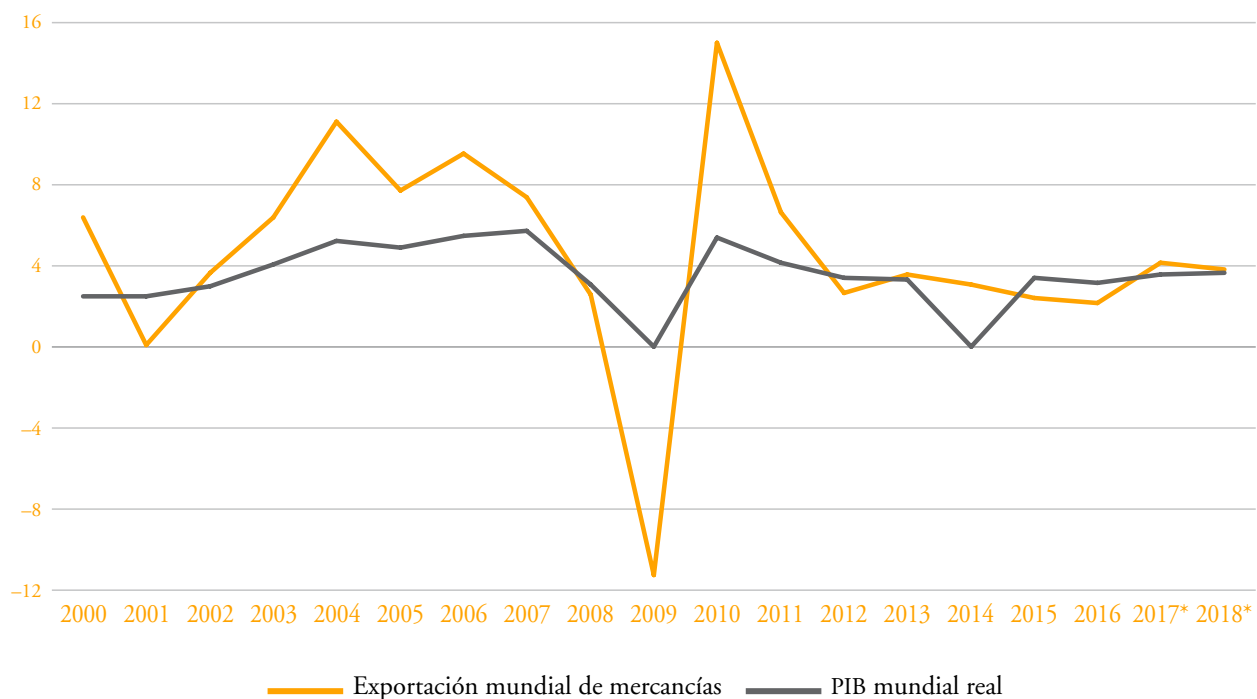
del año, al registrar un incremento en términos reales (volumen) del 3,6%, según la estimación de la Organización Mundial del Comercio, más del doble que en 2016 (1,3%) y superior a la tasa de los últimos cinco años. Este comportamiento ayudó a apuntalar el crecimiento del PIB mundial, que a su vez retroalimentó el avance de los intercambios comerciales. Por primera vez en algunos años, el crecimiento del comercio mundial de mercancías en 2017 igualó la tasa de crecimiento del PIB mundial, como puede apreciarse en el gráfico 2.

El progreso de los intercambios internacionales se debió a la recuperación de la demanda de importaciones en China, lo que benefició de forma destacada a sus socios asiáticos. Las importaciones también se expandieron en Estados Unidos, en la eurozona y en América Latina (por la salida de Brasil de la recesión). Contribuyó también al progreso de los intercambios comerciales el avance de la inversión productiva, cuyo

### Gráfico 2

#### Exportación mundial de mercancías en volumen y PIB mundial real

(Tasa de variación en porcentaje)



\* Estimación.

Fuente: FMI.

contenido en importaciones es superior al de otros componentes de la demanda.

Según el Banco de España, en su informe trimestral de la economía española (Boletín Económico 4/2017), la evolución del comercio en 2017 comenzó a ser coherente con una progresiva recuperación de la elasticidad del comercio al PIB mundial, tras mantenerse en niveles muy elevados desde los años noventa hasta la crisis financiera global. En los últimos años esta elasticidad se mantuvo en niveles por debajo de la unidad por motivos transitorios, como la menor participación de la inversión en la demanda total. Para 2017 esta elasticidad se situó entre 1 y 1,4.

Las regiones de Latinoamérica, África, Oriente Próximo y CIS se beneficiaron relativamente menos de la recuperación del comercio internacional que Asia y los países avanzados, lo que fue causa y efecto de las menores tasas de crecimiento del PIB en los primeros que en los segundos.

### 3. Precios

#### 3.1. La inflación

La inflación mundial se mantuvo en niveles bajos durante 2017. En los países desarrollados la inflación en 2017 fue del 1,7% (0,8% en 2016). En el caso de los países emergentes y en desarrollo fue del 4,2% (4,3% en 2016). Las expectativas de inflación se encuentran ancladas en los principales países y regiones del mundo, especialmente en Estados Unidos, la eurozona y Japón.

La inflación subyacente (que no incluye los precios de la energía ni los productos agrícolas sin transformar) también registró valores muy contenidos (1,2% en la eurozona, 1,4% en Estados Unidos y valores negativos en Japón durante la mayor parte del año). La excepción a este comportamiento fue Reino Unido por la depreciación de la libra esterlina. En China, la inflación subyacente se situó de forma estable en el entorno del 2%. En otros países y regiones, como Oriente Próximo, CIS y algunos países de Latinoamérica, la inflación se mantuvo en niveles excesivamente elevados, siendo el principal exponente Venezuela, como ya se ha comentado.

La principal causa para la evolución descrita, en el caso de la mayoría de los países avanzados, fue el reducido nivel de los salarios reales, que se limitaron a incorporar los incrementos de la productividad del trabajo, y no reflejaron la mayor demanda en el mercado laboral. Una razón para ello fue la existencia de mucho desempleo encubierto, principalmente por contratos a tiempo parcial de carácter involuntario, que permitieron incrementar la oferta laboral.

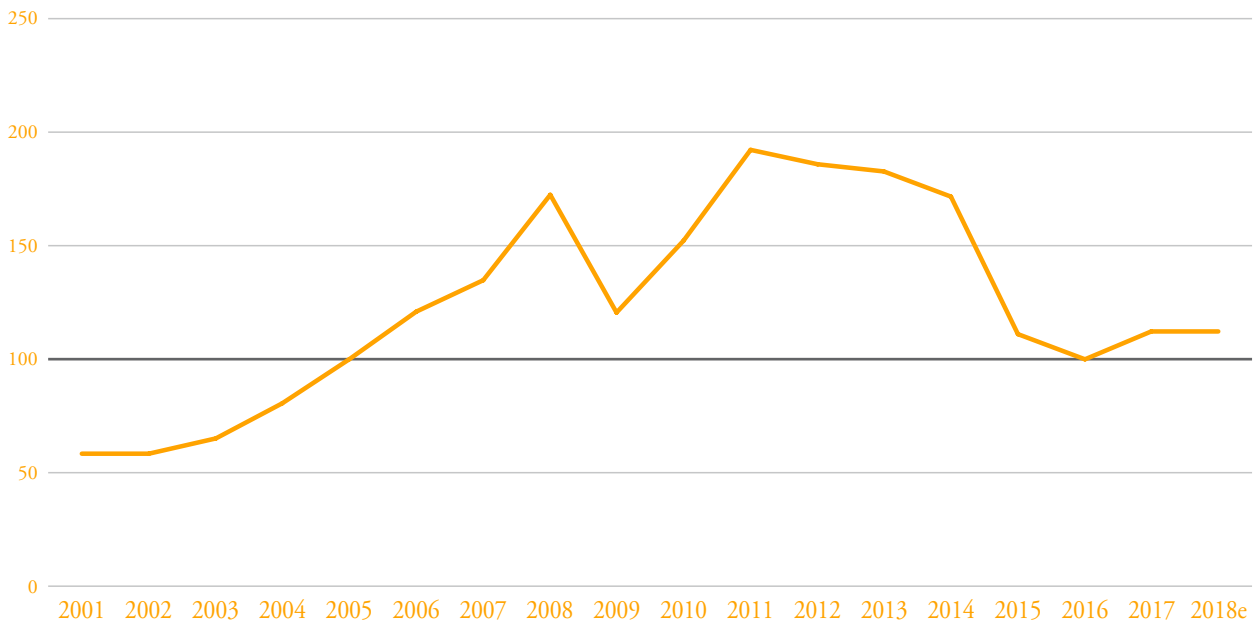
#### 3.2. Los precios de las materias primas

Los precios de las materias primas se recuperaron en la primera parte del año, para después mantenerse estables, de acuerdo con la evolución del Índice de Precios de las Materias Primas elaborado por el FMI (gráfico 3), con año base (valor 100) en 2005. Como se recuerda, en 2011 se alcanzó el mayor nivel de los últimos seis años, con un valor de 192. En 2014 se inició una abrupta caída del índice, que continuó en 2015, hasta situarse a mediados de 2016 en 100. A partir de entonces inició su recuperación, hasta alcanzar a finales de 2017 un valor de 112. Los niveles de precios permitieron mejorar la producción de materias primas, sin llegar a tener un impacto sobre la inflación. Para 2018 no se prevén grandes cambios en el índice.

Los precios del petróleo (gráfico 4) se situaron a comienzos de diciembre de 2017 en 62,2 dólares el barril de Brent, desde los 111,8 que habían alcanzado en junio de 2014. Recuérdese que a partir de entonces iniciaron una caída en picado, que duró hasta enero de 2016, en que el precio fue de 30,7 dólares el barril. El acuerdo de la OPEP + Rusia de noviembre de ese año comenzó a provocar subidas del precio a partir de entonces. En la primera parte del año 2017, los precios cayeron hasta los 45 dólares el barril, debido a la elevada cifra de los inventarios en Estados Unidos. En la segunda mitad del año, los precios subieron hasta más de 62 dólares el barril, como consecuencia de cuatro factores: primero, la aceleración de la demanda de crudo por la expansión económica; segundo, por las restricciones de oferta debidas al huracán Harvey; tercero, por la renovación en noviembre del acuerdo de la OPEP + Rusia de mantener los recortes de la producción hasta finales de 2018; y, cuarto, por la conti-

**Gráfico 3****Índice de precios de las materias primas**

(Año base 2005 = 100)



Fuente: *World Economic Outlook*, 2017, FMI. Incluye bienes energéticos y no energéticos.

nuada reducción de la producción de crudo de Venezuela (solo en el último año, la producción de crudo venezolano se redujo en 203.000 barriles al día). No es realista pensar en una nueva escalada de precios a corto plazo, ya que a partir de los 50-60 dólares el barril de crudo la producción de petróleo no convencional (principalmente shale) de Estados Unidos comienza a ser rentable. De hecho, las compras de petróleo de Estados Unidos a Arabia Saudí cayeron en los últimos meses al nivel más bajo en treinta años. La oferta de petróleo no convencional absorbe cualquier aumento de la demanda y limita mayores alzas de los precios. De ahí que los países más afectados por la reducción de los precios (Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, Rusia, Brasil y otros) deban continuar realizando políticas de reajuste económico para enfrentar el nuevo escenario de precios. La Agencia Internacional de la Energía (AIE) prevé un aumento de la demanda de petróleo en los próximos cinco años, debido a la mayor demanda de los países emergentes y en desarrollo, sobre todo los de la región de Asia (70% del incremento total de la demanda). La oferta será suficiente hasta 2020, según

la AIE, pero a partir de entonces no se prevé que lo sea. Por ello, son necesarias hoy inversiones sustanciales en exploración y producción.

El índice de precios de alimentos y bebidas (gráfico 5) aumentó ligeramente en 2017, pero se encuentra lejos de su nivel de 2011. El índice de precios de los metales (gráfico 6) aumentó de forma más evidente, si bien existen grandes diferencias entre los distintos metales que componen el índice. El cobre y el aluminio registraron aumentos apreciables (del 9%), como consecuencia de la mejora de las expectativas en China. En cambio, descendieron los precios del mineral de hierro (16%) por la mejora de la oferta en Australia, Brasil y China.

### 3.3. La política monetaria

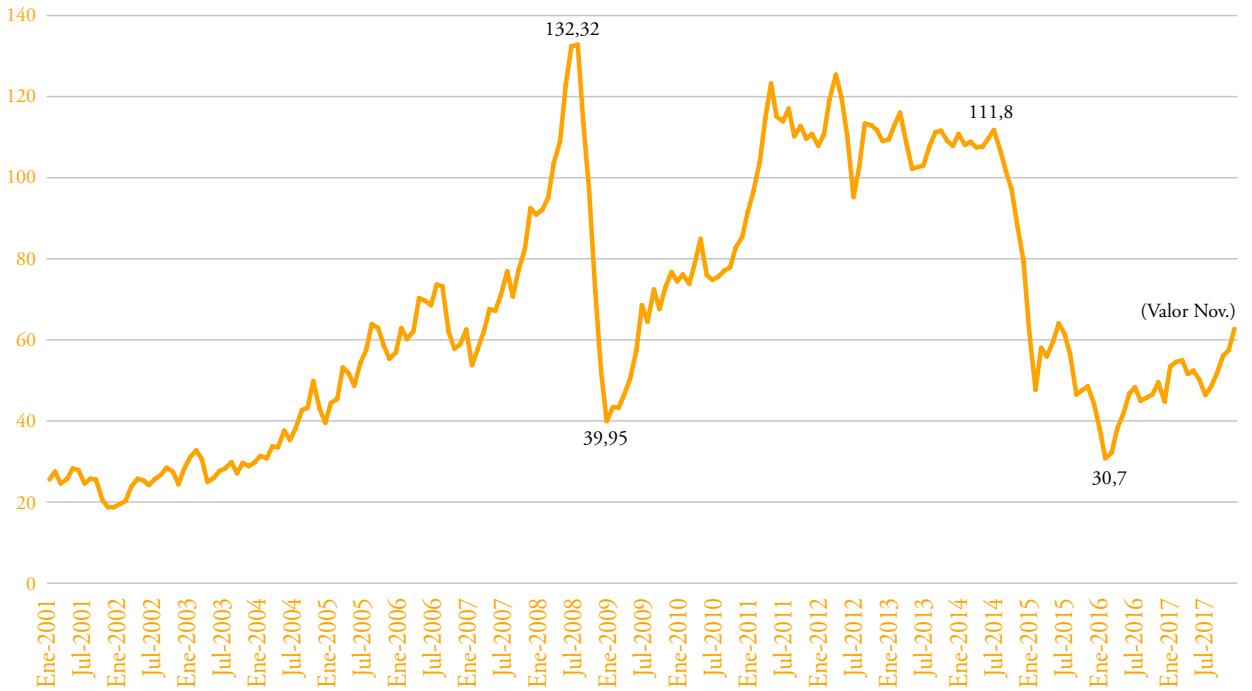
En los países avanzados, el crecimiento del PIB real fue apoyado firmemente por una política monetaria acomodaticia o expansiva. Esta política ha permitido impulsar y sostener una mejora de la producción y del



**Gráfico 4**

**Precios del barril de petróleo Brent (dólares)**

(Precio Spot FOB)

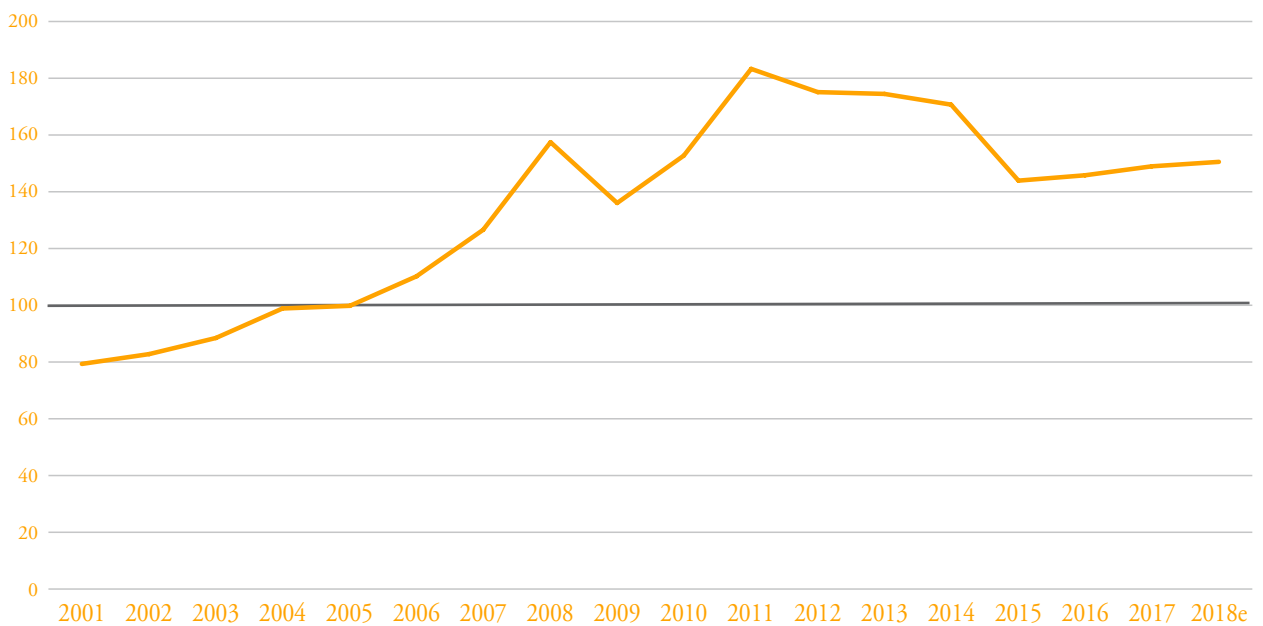


Fuente: US Energy Information Administration.

**Gráfico 5**

**Índice de precios de alimentos y bebidas**

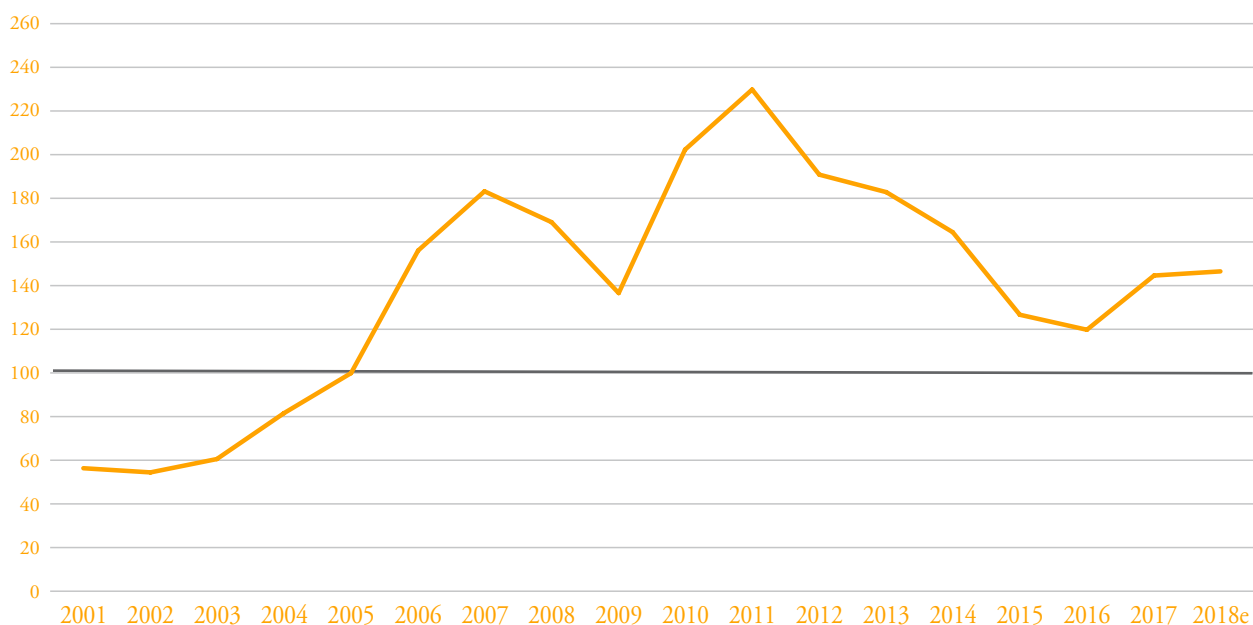
(Año base 2005 = 100)



Fuente: World Economic Outlook, 2017, FMI.

**Gráfico 6****Índice de precios de los metales**

(Año base 2005 = 100)



Fuente: US Energy Information Administration.

empleo en los países avanzados, pero todavía no ha logrado alcanzar las tasas de inflación deseadas en la región.

En Estados Unidos, los tipos de interés se situaron en una horquilla del 1-1,25%, tras cuatro subidas de tipos. La Reserva Federal (Fed) continuará subiendo los tipos, aunque muy gradualmente para no dañar la actividad económica. Además, iniciará una reducción del balance de la Fed, de forma muy gradual para no generar cambios bruscos en los mercados financieros (solo reinvertirá las cantidades que excedan un determinado nivel, que irá en aumento). Este balance alcanzó los 4,5 billones de dólares tras años de política no convencional (*Quantitative Easing* o QE), desde un nivel algo superior a los 925 millones de dólares al comienzo de la gran crisis. La Fed finalizó su programa de compra de deuda en 2014.

En la eurozona, los tipos oficiales se encuentran actualmente en el 0%, y no se prevé que suban hasta al menos el último trimestre de 2019. A partir del 1 de enero de 2018, el ritmo de compras de deuda por el

Banco Central Europeo (BCE) se ha reducido a la mitad (30.000 millones de euros al mes frente a 60.000 millones al mes hasta diciembre de 2017), de acuerdo con la política fijada en el Consejo de Gobierno del BCE de 26 de octubre pasado. Además, estas compras se prolongarán hasta septiembre de 2018 a la vista de las bajas tasas de inflación en la eurozona, salvo que unas peores condiciones económicas o un nivel de inflación excesivamente bajo aconsejen prorrogarlas, con lo que los estímulos habrán estado operativos durante tres años y medio, ascendiendo los activos acumulados en dichas compras a casi 2,6 billones de euros. El BCE indicó que prevé conceder un protagonismo creciente en sus adquisiciones a los valores emitidos por el sector privado, frente a los bonos públicos que, a finales de noviembre, representaban el 82% de la cartera total. El BCE seguirá reinvertiendo los vencimientos que se produzcan.

El cambio de rumbo moderado de la política monetaria del BCE hace previsible un aumento gradual de los tipos de interés que, si bien impulsa la rentabilidad de los bancos (lo que es positivo para garantizar su sol-

vencia), podría no ser favorable para la inversión productiva y el empleo, y ello retrasaría la superación del bache del PIB de la eurozona respecto a su potencial. El balance del BCE habrá alcanzado más de cuatro billones de euros cuando finalice el programa de compras, frente a los 2,13 billones antes del comienzo del QE en marzo de 2015. Deshacerse de los activos es un proceso que llevará varios años, al igual que en el caso de la Reserva Federal, ya que cualquier aceleración de la reducción del balance podría dañar a los mercados y a las entidades financieras, así como introducir una volatilidad financiera no deseada.

A pesar de sus posibles inconvenientes en el corto plazo, la normalización monetaria en Estados Unidos y en la eurozona es crucial para la sostenibilidad de la economía mundial a medio y largo plazo, por diversos motivos: primero, para prevenir posibles burbujas de activos en los mercados financieros nutridas por los bajos tipos de interés, cuyo estallido dejaría importantes secuelas en las entidades financieras y en la economía real; en segundo lugar, y relacionado con el elemento anterior, para reducir los riesgos derivados de la búsqueda de rentabilidad dado el entorno de bajísimos tipos de interés; y en tercer lugar, para disponer de margen de maniobra de la política monetaria si estallase otra crisis económica por cualquier motivo. Este margen es hoy cuasi inexistente.

#### 4. El sistema financiero

El sistema financiero global siguió fortaleciéndose en 2017, en respuesta al apoyo de la política monetaria, a la mejora de la regulación financiera y a la fase alcista del ciclo, según el informe *Global Financial Stability Report* de 2017 (GFSR), del FMI.

La salud de los bancos sistémicos en muchos países avanzados mantuvo su mejora, al calor de unos mayores colchones de capital y de liquidez. Continuaron los ajustes en los modelos de negocios y en la mejora de la rentabilidad, aunque en este último capítulo todavía queda mucho por hacer. La expansión económica permitió que la confianza en los mercados financieros se encontrase en un nivel alto, y que se redujeran las amenazas a la estabilidad financiera a corto plazo.

La política monetaria acomodaticia está, sin embargo, conduciendo a un aumento de las valoraciones de los activos y a un mayor endeudamiento, y subsisten algunos riesgos en el sistema bancario que son parte del legado de la última gran crisis financiera. Para mitigar estos riesgos, es preciso rematar las reformas financieras implementadas con ocasión de la gran recesión, iniciar el proceso de normalización monetaria y fortalecer la regulación del sector financiero no bancario.

Uno de los riesgos del sistema financiero global, producto de la era de tipos de interés ultrabajos, es la búsqueda de rentabilidad. Según el informe GFSR de 2017, menos del 5% de los activos que componen las actuales carteras de renta fija ofrece más de un 4% de rentabilidad, en comparación con el 80% antes de la crisis que ofrecía esta rentabilidad. Para lograr mayores ganancias, los inversores están aceptando niveles de riesgo históricamente altos. Si las valoraciones de activos se recondujesen hacia niveles más acordes con su nivel de riesgo, los balances de las entidades financieras podrían deteriorarse, en un momento en que todavía arrastran problemas de solvencia y liquidez. Las economías más perjudicadas serían las de los países emergentes y en desarrollo, que podrían asistir a una retirada de capitales extranjeros de en torno a 100.000 millones de dólares.

Otro de los riesgos del sistema financiero es el incremento del endeudamiento en las principales economías del mundo. La deuda en los países del G20 es hoy superior al nivel precrisis. Por consiguiente, las economías se han vuelto más vulnerables a los cambios en los tipos de interés. En China, por ejemplo, han aumentado los riesgos para la estabilidad financiera. En ese país, los activos bancarios se han incrementado hasta el 310% del PIB, desde 240% a finales de 2012. Además, el desarrollo del sistema financiero en la sombra ha llevado a una mayor vulnerabilidad de los bancos. El precio de reducir los riesgos financieros en China es un menor crecimiento económico, que podría desestabilizar políticamente al país.

En definitiva, los gobiernos deben lograr dos objetivos contrapuestos: reducir al mínimo las vulnerabilidades financieras en el medio plazo y mantener los

apoyos monetarios mientras las economías se encuentren lejos del PIB potencial. Para reducir las vulnerabilidades financieras a medio plazo, el FMI formula las siguientes recomendaciones: seguir impulsando el fortalecimiento de los balances de las entidades financieras de los países avanzados con la puesta en marcha de un marco de resolución de los bancos internacionales, la finalización de Basilea III y la implementación de políticas coordinadas de resistencia ante los ciberataques; normalizar la política monetaria mediante planes bien comunicados sobre el calendario de reducción de activos y los posibles cambios en los marcos de actuación; la puesta en marcha de medidas macroprudenciales para contener el endeudamiento y los riesgos de estabilidad; la regulación del sector financiero no bancario para limitar la migración de riesgos; la reducción del exceso de deuda de las entidades en los casos en que ello sea necesario; y la implementación de reformas estructurales y de políticas fiscales de apoyo al crecimiento del PIB.

## 5. Perspectivas para 2018

El cuadro 1 muestra que las perspectivas de crecimiento del PIB mundial para 2018 del FMI son del 3,7%, una décima superior a 2017, con un reparto algo más desigual entre bloques: los países avanzados crecerán un 2% (dos décimas menos que en 2017) y los emergentes y en desarrollo un 4,9% (tres décimas más que en 2017). La Comisión Europea y la OCDE coinciden con el FMI en esta previsión.

El FMI señala que, en los países avanzados, el crecimiento ligeramente menor se debería a un mercado de trabajo con menor exceso de oferta, una gradual normalización de las políticas monetarias y unas políticas fiscales algo más restrictivas en Japón, Reino Unido y, en menor medida, Estados Unidos. Para este último país la previsión de crecimiento es del 2,3% (2,5% según la OCDE). La eurozona crecerá el 1,9% (2,1% según la OCDE) y Japón el 0,7% (1,2% según la OCDE). La causa principal para el ligero descenso en la eurozona y Japón es un ligero endurecimiento de la política monetaria. Una apreciación del tipo de cambio euro-dólar también constituiría un factor de riesgo en la eurozona por su impacto adverso sobre la deman-

da externa neta en esa región. Reino Unido crecerá el 1,5% (1,2% según la OCDE), dos décimas menos que en 2017, por la incertidumbre derivada del *Brexit*.

En los países emergentes y en desarrollo, el avance respecto a 2017 se justifica por la continuación de la salida de la recesión en Brasil y Rusia, el buen momento del ciclo económico en el mundo desarrollado y el mantenimiento de las políticas económicas en los grandes países emergentes como China e India, países que representan el 40% del PIB y de la población de este bloque. Para China se espera un avance del PIB del 6,5% y para India el 7,4%.

La inflación seguirá en los mismos niveles que en 2017, con la única diferencia de una ligera subida de dos décimas en los países emergentes y en desarrollo.

La previsión de avance del comercio internacional es del 3,2%, aunque la cifra real podría resultar inferior a la previsión por el posible resultado negativo de la renegociación del tratado NAFTA y por el riesgo de que el acuerdo post-*Brexit* introduzca obstáculos al comercio entre Reino Unido y la UE. El posible incremento de las tensiones geopolíticas, sobre todo en Oriente Próximo y Norte de África, y la ocurrencia de desastres naturales podrían impactar el comercio de forma negativa en el corto plazo.

A medio plazo, los riesgos de la economía internacional son los siguientes: un aumento de la inestabilidad financiera en China; unas condiciones financieras globales más restrictivas; la implementación de políticas proteccionistas que pudiesen provocar reacciones en cadena; unas salidas netas de capitales de los países emergentes y en desarrollo; el aumento de la vulnerabilidad bancaria en la eurozona por la falta de rentabilidad (sobre todo en bancos pequeños) y por la morosidad todavía elevada (el 5,7% de media, correspondiendo a Italia el 30%); y la desregulación financiera (como la propuesta por el presidente Trump), que podría afectar negativamente a los niveles de capital y de liquidez. También deben mencionarse riesgos no económicos que pudiesen dañar la confianza de los inversores, como los conflictos geopolíticos, la mala gobernanza, la corrupción o los desastres climatológicos.

## 6. La cooperación económica

El año 2017 no podrá ser recordado por los avances en la cooperación e integración económica entre los países. En el ámbito de la cooperación comercial el retroceso ha sido mayor y sus efectos se dejarán sentir en los próximos años.

El presidente de Estados Unidos, Donald Trump, firmó el 23 de enero de 2017, solo tres días tras su toma de posesión, un decreto retirando a su país del Acuerdo de Asociación Transpacífico (*Trans Pacific Partnership* o TPP), un acuerdo de libre comercio entre Estados Unidos y otros once países de la cuenca del Pacífico. El TPP incluía la liberalización no solamente de aranceles sino también de las normas sobre compras públicas y de inversiones extranjeras, lo que permitía la elevación del umbral para futuros acuerdos de libre cambio. Países como Vietnam o Japón se vieron especialmente afectados por la retirada, porque el TPP iba a ser utilizado para liberalizar sus propias economías. Estos once países llegaron a un acuerdo de mínimos en los márgenes de la cumbre del Foro de Cooperación Económica Asia-Pacífico (APEC, en sus siglas inglesas) en Vietnam para dar vida nuevamente al TPP sin la participación de Estados Unidos. En caso de culminar, seguirá tratándose de un acuerdo importante, dada la participación en el mismo de países de la talla de Japón, Canadá, Australia o México. El nuevo tratado se denominará *Comprehensive and Progressive Agreement for the Trans-Pacific Partnership* (CPTPP).

El Acuerdo de Asociación Transatlántica para el Comercio y la Inversión (*Transatlantic Trade and Investment Partnership* o TTIP), quedó hibernado a partir de la toma de posesión de Trump en enero de 2017. En todo caso, la culminación de ese acuerdo ya se presentaba difícil, porque Francia había dejado claro en el verano de 2016 que no aceptaría la libre entrada de bienes agrícolas con hormonas o antibióticos, ni el comercio de bienes culturales, ni la participación de EE.UU. en contratos públicos europeos sin reciprocidad por parte de este país.

En cuanto al acuerdo de libre comercio de América del Norte (*North American Free Trade Agreement* o NAFTA) firmado en diciembre de 1992 entre Estados Unidos, México y Canadá, Trump abrió la renegociación del

acuerdo el 18 de mayo de 2017. Su propósito era reducir el déficit comercial de Estados Unidos con estos dos países (sobre todo con México) y aumentar el empleo industrial en Estados Unidos, mediante, entre otras, una reforma de las reglas de origen elevando el contenido mínimo de valor añadido local de las mercancías acogidas al NAFTA desde el actual 62,5%, y la imposición de una subida de los salarios en México. Actualmente la renegociación encara la sexta, y posiblemente definitiva, ronda. Si no finalizase con éxito, Trump podría denunciar el NAFTA y salir del acuerdo. Las transacciones comerciales pasarían a ser regidas por las normas de la OMC, con la consiguiente caída del comercio entre los tres países y la ruptura de muchas cadenas de valor. El resultado sería un deterioro del PIB de la región.

El Acuerdo de París sobre cambio climático no escapó tampoco a la política aislacionista *America First* de Trump. El pasado 2 de junio de 2017 decidió retirar a Estados Unidos de dicho acuerdo, que había sido firmado en abril de 2016 por 195 países. Los demás socios del G20, salvo Rusia, decidieron un mes después avanzar sin Estados Unidos en la lucha contra el cambio climático, incluida la aplicación del protocolo financiero del acuerdo.

Sobre el *Brexit*, el pasado 9 de diciembre, tras la sexta ronda de negociaciones, se alcanzó un acuerdo para cerrar la primera fase de las mismas (factura inicial de pago obligatorio por el Reino Unido, el estatus de los ciudadanos de la UE en ese país y el de los británicos en la UE, y la frontera entre Irlanda y el Ulster). Reino Unido se plegó ante la mayoría de las exigencias de la UE. Además, quedó claro que el Parlamento Europeo deberá dar su visto bueno al acuerdo final que se alcance. Dado que la UE desea limitar el periodo transitorio hasta finales de 2020, los efectos negativos del *Brexit* seguramente se harán visibles en un plazo reducido. Por lo pronto, el PIB del Reino Unido ya se está resintiendo de su salida de la UE, al crecer entre 4-6 décimas menos que la eurozona en 2017 y 2018, según el FMI.

El conflicto entre Qatar y el bloque compuesto por Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, Bahrein y Egipto condujo a un retroceso en la integración eco-

nómica y comercial de los países que componen el Consejo de Cooperación del Golfo o CCG (Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Bahréin, Omán y Qatar). Este bloque regional inició en 1981, y sobre todo a partir de 2008, un proceso de integración económica, política y militar, que permitió la creación de una zona de libre cambio y que debía culminar con una moneda única en 2010. A las dificultades técnicas de completar estos procesos, que por el camino asistieron al fracaso en 2008 de las negociaciones entre la UE y el CCG para alcanzar un acuerdo de libre comercio, ahora se ha añadido un obstáculo político de primera magnitud: el bloqueo practicado a Qatar por Arabia Saudí y sus aliados del Golfo, Emiratos Árabes Unidos y Bahréin, más Egipto, por motivos políticos.

Otro fracaso del año fue la falta de culminación del acuerdo comercial de la UE y Mercosur (bloque regional compuesto por Argentina, Brasil, Uruguay y Paraguay), tras casi veinte años de negociaciones. Los principales obstáculos se encontraron, por parte de la UE, en la liberalización de la importación de productos cárnicos (Francia e Irlanda) y, por parte de Mercosur, en la liberalización de determinados servicios y de las contrataciones públicas. A ello se sumó el hecho de que en Mercosur no existe una integración comercial plena, dado el proteccionismo reinante en Argentina y Brasil. A partir de marzo será difícil seguir negociando, por la celebración de elecciones en Brasil.

Aunque haya poco que reseñar en el campo positivo, no puede dejar de mencionarse la finalización el pasado 8 de diciembre de 2017 del acuerdo comercial UE-Japón, cuyas negociaciones se habían iniciado en 2013. El comercio UE-Japón representa el 40% de la economía mundial.

Cabe concluir que la falta de apoyo de Estados Unidos a las grandes iniciativas de liberalización comercial supone un obstáculo fundamental para que los países sigan cosechando progresivamente beneficios del comercio internacional, como había venido ocurriendo en las últimas décadas. El primer riesgo de la retirada de Estados Unidos del primer plano de las decisiones multilaterales es el avance de las polí-

ticas proteccionistas como respuesta a la política de *America First*, y el simultáneo vaciado de contenido y la fuerza de organismos internacionales como la Organización Mundial del Comercio, que ha hecho de muro de contención de las medidas proteccionistas desde el final de la segunda guerra mundial.

El segundo gran riesgo de la pérdida de liderazgo mundial de Estados Unidos es la aparición de candidatos a sustituirle que carecen de suficientes credenciales democráticas para serlo. China, por ejemplo, está mostrando que aspira a adoptar ese rol, a través de sus actuaciones en las siguientes iniciativas internacionales: el Acuerdo de París sobre cambio climático, la promoción del libre comercio en la región de Asia y Pacífico, la creación de un gran banco internacional de desarrollo de infraestructuras (BAII), la inclusión de la divisa china en la cesta de monedas que define al Derecho Especial de Giro, o la participación de las bolsas de Shanghái y Shenzhen en el índice de mercados emergentes de Morgan Stanley Capital International (MSCI) a partir de junio de 2018. Rusia podría también postularse como líder internacional, pero también adolece de severas carencias democráticas. La UE indudablemente reúne los suficientes requisitos políticos y de tamaño económico para ejercer un liderazgo mundial, pero la falta de unidad interna le resta fuerza frente a la comunidad internacional.

Cabe confiar en que la continuación de la expansión económica en 2018 y años subsiguientes ayude a la recuperación de la senda de cooperación en materia económica y comercial que tantos frutos ha brindado al planeta en las últimas décadas.

## 7. Conclusión

El año 2017 fue brillante en cuanto a la evolución del PIB mundial. La expansión económica se amplificó respecto a años anteriores y se vio favorecida por una evolución positiva del comercio internacional, unos precios moderados que impulsaron el consumo, unas condiciones holgadas de los mercados financieros y unas cotas de solvencia creciente de las entidades financieras. La actual fase alcista de la producción tuvo un carácter más sincrónico por áreas geográficas que en periodos pretéritos, lo que impulsa la convergen-

cia económica entre regiones. Además, no se aventuran grandes riesgos de la economía internacional en el corto plazo, si bien en el medio plazo los riesgos son de una entidad suficiente como para que deban ser considerados y tratados sin mayor dilación.

Entre estos riesgos cabe destacar los siguientes: una normalización monetaria excesivamente brusca que termine con la expansión económica y genere volatilidad, una asunción excesiva de riesgos por la búsqueda de rentabilidad que se torne en crisis financiera

en caso de reajuste de los precios de los activos, la falta de progresos suficientes en la recuperación de la solvencia y rentabilidad de algunas entidades financieras y un retorno al proteccionismo generalizado como consecuencia de la política aislacionista de la primera potencia económica mundial.

El actual ciclo expansivo de las economías debería ser aprovechado por los gobernantes para acometer reformas estructurales que permitan la sostenibilidad del auge productivo en el medio y largo plazo.

# LA COHESIÓN REGIONAL EN LA UNIÓN EUROPEA ENTRE 2000 Y 2015

**Pascual Fernández**

*Departamento de Economía Aplicada I. Universidad Rey Juan Carlos*

## RESUMEN

En este artículo analizaremos cómo está evolucionando la convergencia real entre las regiones europeas de la UE28 durante los últimos quince años. Para ello estudiaremos en qué medida se están aproximando los niveles de renta per cápita entre las distintas regiones. Para eso utilizaremos las últimas estadísticas disponibles de Eurostat.

## PALABRAS CLAVE

Cohesión real, Unión Europea, Política regional, Renta per cápita en paridades de poder adquisitivo.

Una de las políticas más importantes de la Unión Europea es la política de la cohesión. El objetivo de esta política es reducir las disparidades económicas entre las regiones de la UE a través de inversiones en innovación, educación, medio ambiente, redes digitales y de transporte, etc. Todo ello pretende impulsar el mercado único, el crecimiento económico, la productividad y la especialización de las regiones. Casi un tercio del presupuesto comunitario se destina a esta política, con cerca de 358.000 millones de euros para el periodo 2014 a 2020, que se distribuyen entre todas las regiones europeas, pero preferentemente en las menos desarrolladas.

El indicador que utilizamos para medir cómo está evolucionando la cohesión regional (que, técnicamente se denomina la convergencia real entre las regiones) es el PIB per cápita medido en paridades de poder de compra, que Eurostat calcula y publica de forma periódica. Es un indicador de la renta media per cápita de cada región, que calculamos con respecto a la media de la Unión Europea y cuyo valor es 100.

En este artículo vamos a revisar cómo está evolucionando la convergencia entre las regiones europeas en los últimos quince años. Utilizando los últimos datos disponibles, revisaremos el periodo comprendido entre el año 2000 y el 2015, lo que también nos permitirá analizar el comportamiento dispar de las regiones

europeas después de la gran crisis económica y financiera que comenzó en el año 2008.

Así, cuando revisamos la relación de regiones europeas de la UE28 del año 2006 y la comparamos con la relación del 2015 observamos que había 119 regiones que se situaban por encima de la media 100 de la renta de la UE28, pero que descendieron hasta 100 en el año 2015. Dicho de otra forma, en 2015 había 195 regiones por debajo de la renta media de la UE28, frente a 176 regiones en 2006. Esto puede dar la impresión de que la convergencia se está reduciendo, de que cada vez es mayor el número de regiones *más pobres* y menor el de regiones *más ricas*. Pero para poder analizar esta cuestión debemos descender en el análisis con mucho mayor detalle.

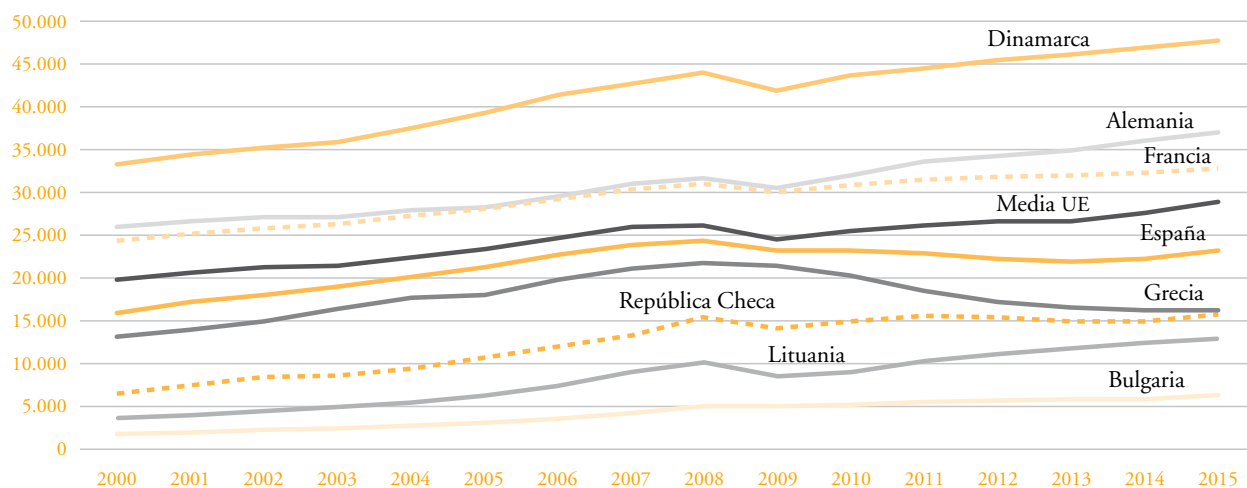
Observando la evolución de la renta media per cápita de la UE28 en euros corrientes (gráfico 1) podemos ver cómo está creciendo de forma continuada desde el año 2000 hasta 2015 (con la excepción del año 2009). Pero en 2011 ya se había recuperado el nivel de renta del año 2008 para el conjunto de la UE. De esta forma, la renta media per cápita de la UE28 ha pasado de 19.800 euros por habitante en el año 2000 hasta 28.900 en el año 2015, un incremento del 46% en estos quince años y, específicamente, con un incremento del 17% desde el año 2006.



**Gráfico 1**

**Evolución de la renta per cápita 2000-2015. UE28 y países seleccionados**

(Miles de euros)



Fuente: Eurostat.

Como vemos, la renta media de la UE28 no está fija, sino que se mueve y crece de forma continuada en todo el periodo, condicionada en su evolución por el comportamiento de cada uno de los 28 estados miembros. Así, podemos ver cómo algunos países parece que están convergiendo, acercándose a la renta media de la UE28: podemos ver cómo un grupo importante de los nuevos estados miembros que se incorporaron a la UE entre el 2004 y 2014 (conocidos como la UE13) parece que están creciendo fuertemente por encima de la media y se están aproximando a esta (por ejemplo, Bulgaria, Lituania o la República Checa, acercándose a la media creciendo *desde abajo*), mientras otros parece que se aproximan también a la media acercándose *desde arriba* (creciendo menos que la media, como Francia). Por otra parte, otros países parecen estar divergiendo, es decir, parece que se están alejando de la media de la UE28, algunos porque parece que crecen más que la media (se alejan de media *hacia arriba*, como Alemania o Dinamarca) y otros por crecer menos que la media (se estabilizan respecto a la media, como España, o se alejan de la media *hacia abajo*, como Grecia).

Pero este análisis no se puede realizar en euros corrientes. A efectos comparativos, tenemos que realizarlo utilizando paridades de poder adquisitivo o PPS (en inglés *Purchasing Power Standard*). A través de su cálculo

podemos homogeneizar la información relativa a diferentes países, de tal forma que convertimos diferentes monedas en una moneda común y, en el proceso de conversión, igualemos su poder de compra al eliminar las diferencias en los niveles de precios de cada país. De esta manera podemos comparar diferentes niveles de renta, midiéndolos todos con una moneda teórica, pero con igual capacidad de compra en todos los países.

En el gráfico 2 hemos recogido para el año 2015 los niveles de renta en euros corrientes (gráfico 2a) y en euros en PPS (gráfico 2b) de todos los países de la UE28. Así, podemos ver cómo en Dinamarca sus 47.800 de renta per cápita en euros corrientes se transforman en 36.600 en euros de renta per cápita en PPS. Este índice de PPS implica que la capacidad de compra de un euro en la media de los países que conforman la UE28 es, para Dinamarca, de solo 77 céntimos de euro (transformados en coronas danesas). Ese país medio de la UE28 por supuesto no existe, aunque se parece bastante a Italia o a Alemania, cuyos índices de PPS para 2015 se sitúan en los niveles 103 y 96, respectivamente. De forma similar, los casi 90.000 euros de renta per cápita de los habitantes de Luxemburgo se convierten en 76.200 de renta per cápita en euros en PPS. Y, respecto a los países donde el nivel de precios es menor que en la media de la UE28, podemos ver cómo en

**Gráfico 2a)**

**Renta media per cápita por países UE28. Año 2015**

(Miles de euros)



Fuente: Eurostat.

Bulgaria su renta per cápita de 6.300 euros corrientes se convierte en 13.600 euros en PPS, o cómo en Rumanía pasaría de 8.100 euros corrientes a 16.500 euros en PPS. Por último, en el caso de España vemos como nuestra renta per cápita de 23.200 euros en 2015 se convierte en 25.900 euros en PPS.

En el cuadro 1 recogemos los índices de PPS de cada uno de los países de la UE28, donde podemos ver cómo la capacidad de compra de un euro en Bulgaria es aproximadamente el doble que en España y casi del triple que en Dinamarca.

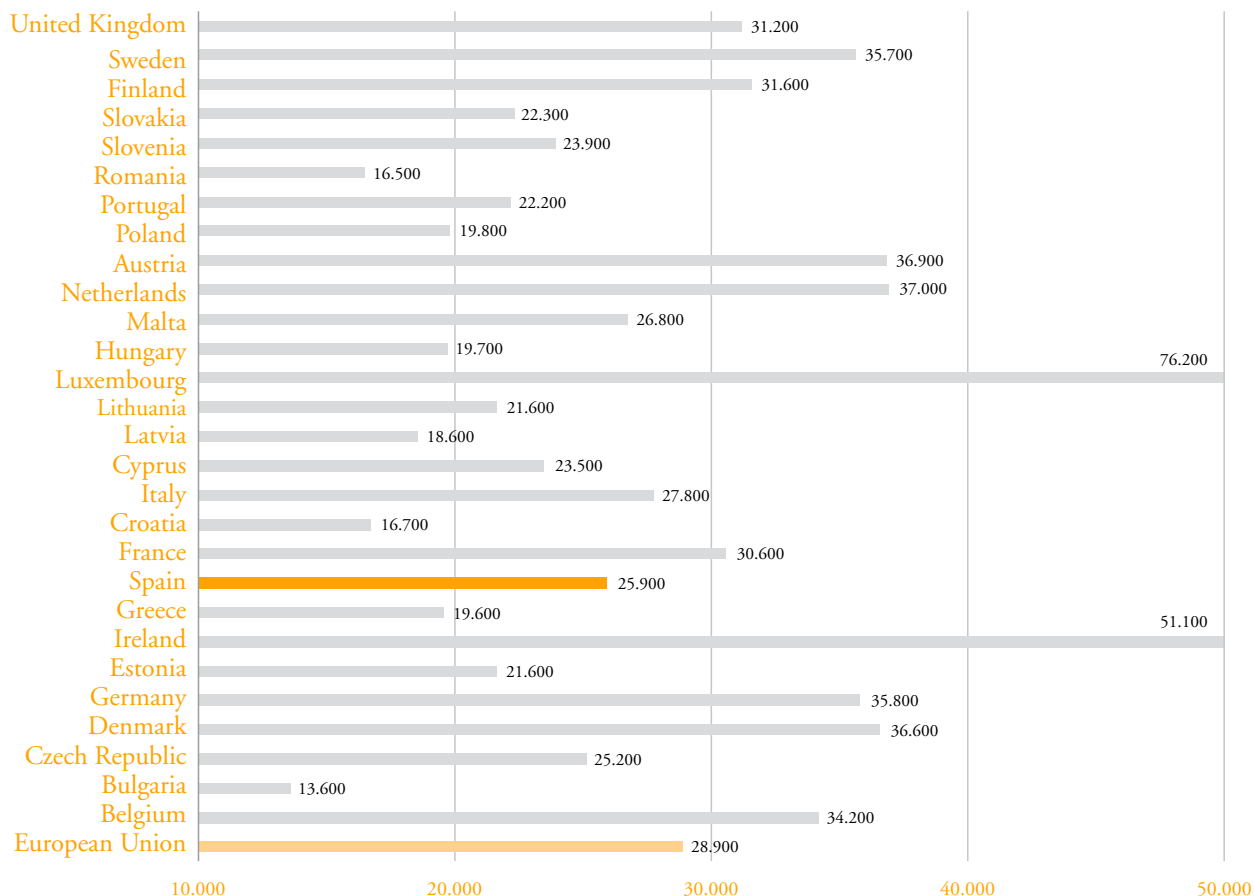
En el gráfico 3 podemos observar cómo ha evolucionado la cohesión real entre los diferentes estados miembros entre los años 2006 y 2014, observando su nivel

de renta con respecto a la media de la UE28 en PPS. En tonos marrones se recogen las regiones conocidas con la nueva nomenclatura de la UE como *Regiones más desarrolladas* (aquellas regiones cuyo PIB per cápita se sitúa por encima del 90% de la media de la UE28 en PPS). Este nivel del 90% de la media es relevante porque, con anterioridad a las perspectivas financieras 2014-2020, se han clasificado a las regiones ricas como aquellas cuyo nivel de renta se situaba por encima del 100% de la media, y este umbral determina, esencialmente, la financiación que reciben las regiones de la política de la cohesión europea. En este gráfico, cuanto más oscuro es el color marrón, mayor es el nivel de renta de la región correspondiente: en marrón oscuro se sitúan las regiones cuya renta supera el nivel del 130% de la media, en

Gráfico 2b)

Renta media per cápita por países UE28. Año 2015

(Miles de euros en PPS)



Fuente: Eurostat.

marrón intermedio las regiones cuya renta se sitúa entre el 100 y el 130% y en marrón claro las que tienen un nivel de renta entre el 90% y el 100% de la media de la UE28 en PPS.

Por su parte, en colores naranjas están coloreadas las regiones de menor nivel de renta: en naranja oscuro tenemos las regiones de un nivel de renta inferior al 50%, en naranja claro las regiones entre el 50 y el 75% de la media de la UE28 en PPS (estos dos grupos de regiones conforman el grupo que se denomina *Regiones menos desarrolladas*, antiguamente conocidas como las regiones Objetivo I, y después regiones Objetivo Convergencia) y en beis las regiones entre un 75 y un 90% de la media (conocidas ahora como las *Regiones en transición*).

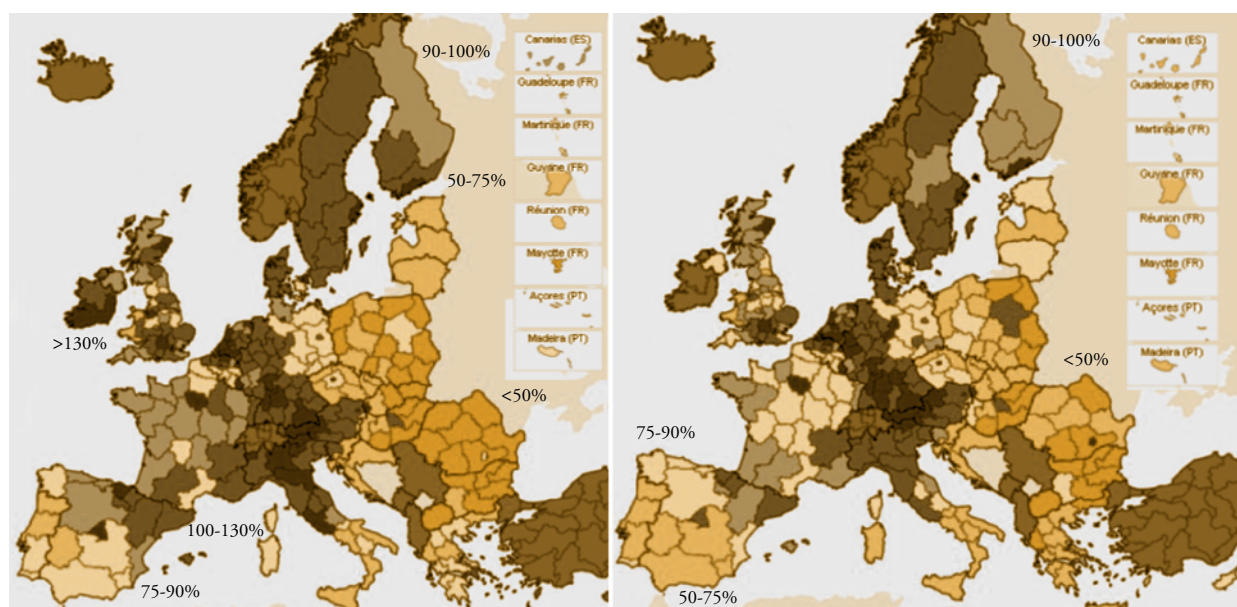
Lo primero que podemos observar, cuando comparamos el año 2006 (gráfico de la derecha) con el año 2015 (gráfico de la izquierda) es cómo desaparecen del gráfico del año 2015 muchas regiones dibujadas en color marrón, que pasan a colores naranjas, al mismo tiempo que se aclaran muchos de los tonos marrones y también se oscurecen muchas regiones naranjas del gráfico. Esta es la tónica relativamente general en países como España, Portugal, Italia, Grecia, Reino Unido, Francia y Finlandia. Por otra parte, también se aclaran algunos tonos naranjas en las regiones de la UE13. Vamos a analizar en mayor profundidad cómo está evolucionando el proceso de la convergencia real en la UE28 desde el año 2000 hasta el 2015.

**Cuadro 1**  
**Índices de paridad de poder de compra UE28. Año 2015**

EU28	100%	Italia	103%
Alemania	96%	España	112%
Austria	94%	Chipre	113%
Bélgica	93%	Grecia	121%
Francia	93%	Malta	125%
Irlanda	93%	Eslovenia	128%
Holanda	93%	Portugal	128%
Luxemburgo	85%	Estonia	140%
Finlandia	83%	Letonia	151%
Reino Unido	79%	Eslovaquia	154%
Suecia	78%	República Checa	159%
Dinamarca	77%	Croacia	161%
		Lituania	167%
		Polonia	177%
		Hungría	177%
		Rumanía	204%
		Bulgaria	216%

Fuente: Eurostat.

**Gráfico 3**  
**Convergencia regional 2006 a 2015. UE28. PIB per cápita en PPS**



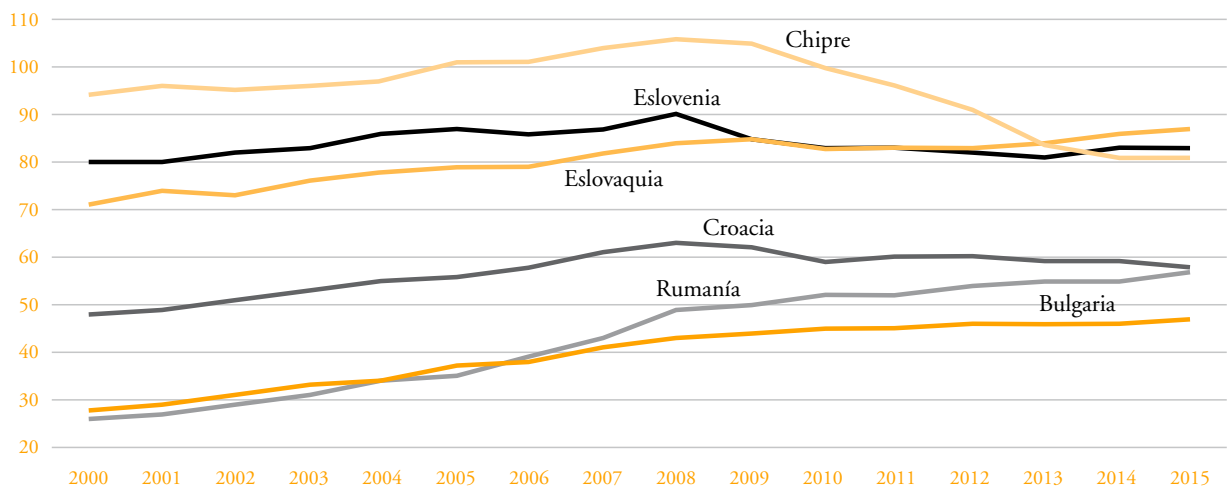
Fuente: Eurostat.

Empezando por los nuevos estados miembros (la UE13), podemos observar en los gráficos 4 y 5 cómo el proceso de convergencia ha sido generalizado entre el año 2000 y el 2008, con la excepción de Malta, en un periodo de elevado crecimiento de la economía europea en esos años, más que por que estos países estuvieran, en parte o la totalidad, recibiendo financiación de la política europea de la cohesión por estar

en proceso de preadhesión. Pero, a pesar de que la crisis económica y financiera que se inició en el 2008 tuvo un efecto relevante en la economía de estos países (aunque también muy desigual), podemos decir que este proceso de convergencia ha continuado desde el 2009 para los nuevos trece estados miembros, con algunas excepciones:

**Gráfico 4**

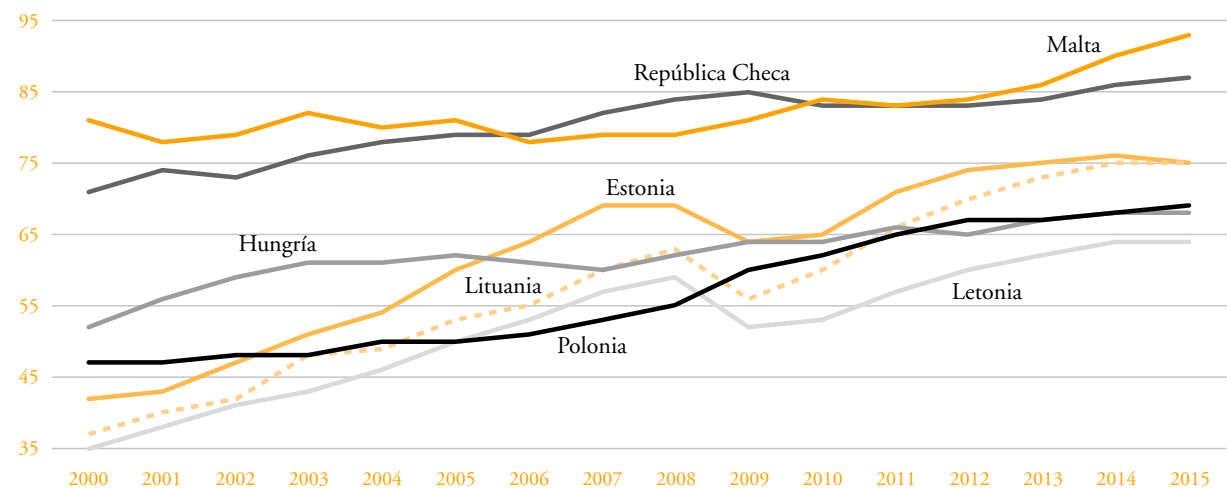
**Evolución de la convergencia sobre la media de la UE28. Países seleccionados. 2000 a 2015**



Fuente: Eurostat.

**Gráfico 5**

**Evolución de la convergencia sobre la media de la UE28. Países seleccionados. 2000 a 2015**



Fuente: Eurostat.

Chipre, país muy afectado por una fuerte crisis política y por el impacto en su economía de la situación de Grecia, que ha perdido 25 puntos de convergencia entre el 2008 y el 2015, pasando desde el 106% de la renta media de la UE en PPS en 2008 al 81% en 2015.

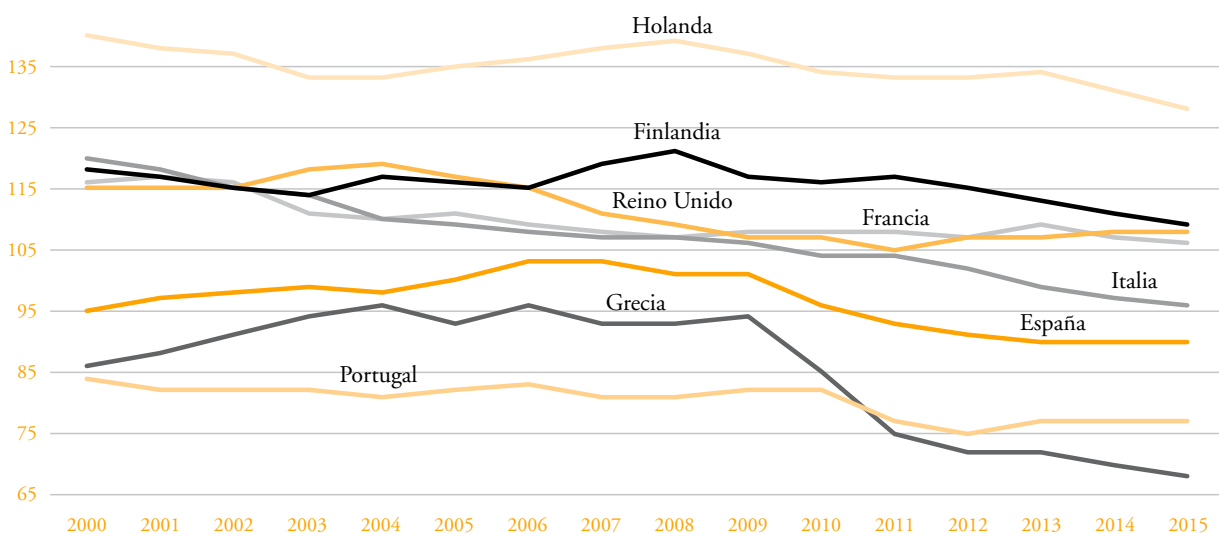
Eslovenia (que ha pasado del 90% en 2008 al 83%) y Croacia (del 63 al 58%): ambos países no han podido recuperarse todavía de los efectos de la crisis.

En algunos países, como Polonia (que pasó entre el 2008 y el 2015 del 55 al 69%), Lituania (del 63 al 75%) o Malta (del 79 al 93%), la crisis parece que apenas afectó a sus procesos de convergencia, que se han mantenido muy continuados y fuertes. Pero en otros países, la crisis del año 2008 frenó considerablemente dicho proceso de convergencia, que se ha mantenido pero a un nivel más suave: Hungría (pasó del 62 al 68%), Rumanía (del 49 al 57%), Bulgaria (del 43 al 47%), Eslovaquia (del 71 al 77%), Estonia (del 69 al 75%) y Letonia (del 59 al 64%).

Podemos afirmar, por tanto, que para los nuevos estados miembros que forman la UE13 (con las excepciones descritas), se ha producido un proceso continuado de convergencia con la media de la UE28 *convergiendo desde abajo*, entre los años 2000 y 2015.

Con respecto a los antiguos estados miembros de la UE15, vamos a diferenciar también varios grupos de países. En primer lugar (gráfico 6), podemos agrupar a aquellos cuyo nivel de convergencia ha disminuido entre el 2000 y el 2015. De estos podemos destacar a España, Grecia y Finlandia, con mejoras relevantes en sus niveles de convergencia hasta el 2007 o 2008, para registrar posteriormente caídas muy relevantes en su proceso de convergencia a partir de la crisis que se inició en 2008. Por otro lado, otro grupo de países formado por Holanda, Francia, Portugal y Reino Unido, muestran ligeras continuadas caídas en sus niveles de renta respecto a la media de la UE28 para todo el periodo. Y, por último, Italia con una caída de mayor intensidad, también a lo largo de todo el periodo. Pero a pesar de que Francia y el Reino Unido han reducido ligeramente su nivel de renta relativa respecto a la media de la UE en PPS, realmente su renta per cápita ha aumentado entre 2008 y 2015 del orden de un 10% en PPS (y todavía más en euros corrientes). Algo parecido, pero en menor medida, ocurre con Holanda y Finlandia. Este menor nivel de renta respecto a la media de la UE en PPS no indica una pérdida de bienestar, es un puro efecto estadístico provocado por un crecimiento económico menor que la media de la UE. Es un proceso de convergencia *desde arriba*, pero creciendo, al fin y al cabo, y con mejora de renta y de bienestar en el

**Gráfico 6**  
Evolución de la convergencia sobre la media de la UE28. Países seleccionados. 2000 a 2015



Fuente: Eurostat.

conjunto del periodo 2000 a 2015. Situación distinta es la de Portugal, cuya renta en PPS también ha aumentado muy ligeramente, pero alejándose de la renta media de la UE, moviéndose desde el nivel 84% en 2000 al 81% en 2007 y 77% en 2015, divergiendo *desde abajo*.

En Italia y España la renta per cápita en PPS aumentó entre el 2000 y 2008 (de forma muy sostenida en España, con un crecimiento superior al 42%, y algo mucho más suave en Italia, con un aumento del 17%), para caer luego de forma intensa en los años siguientes y no haber recuperado los niveles del 2007 hasta el 2014 y 2015. Han sido, por tanto, años perdidos en términos de crecimiento económico. Italia se situaba ligeramente por encima de Francia, Finlandia o el Reino Unido en el 2000, con un nivel de renta en PPS respecto a la media de la UE del 120%, para caer hasta el nivel del 96% en el año 2015: ha perdido 24 puntos de convergencia en este periodo. En el caso de España, hemos pasado del 95% en el 2000 al 90% en 2015, pero después de haber superado la media de la UE, alcanzando el 103% en 2007: hemos retrocedido 13 puntos de convergencia entre 2008 y 2015, cinco entre 2000 y 2015. Italia y España han divergido *desde arriba*, hasta situarse ahora por debajo de la media de la UE28.

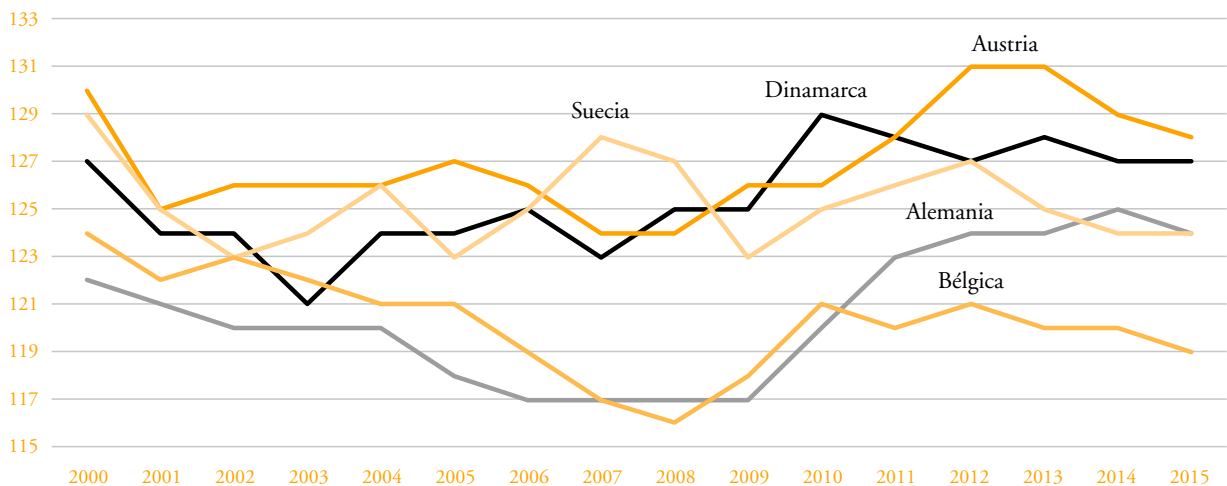
Pero la mayor pérdida de convergencia se ha producido en Grecia, que ha pasado del nivel de renta del 86% de

la media de la UE en PPS del año 2000 al 96% en 2007, para luego caer hasta el 68% en 2015, con una caída de 27 puntos de convergencia entre el 2008 y el 2015 y de 18 puntos entre el 2000 y el 2015. Actualmente, su renta per cápita en PPS del año 2015 se sitúa al nivel del año 2002, después de haber caído un 20% sobre el nivel más alto alcanzado en 2007. Grecia es otro país, como Portugal, que está divergiendo *desde abajo*.

Hay otro grupo de países en la UE15 cuya situación en términos de convergencia en el año 2015 se sitúa, en general, en una situación similar a la del año 2000. En este grupo tendríamos a Bélgica, Austria, Suecia, Dinamarca, Irlanda, Alemania y Luxemburgo. Con la excepción de Irlanda, todos son países que convergieron *desde arriba* entre el 2000 y el 2007, reduciendo suavemente sus niveles de convergencia, pero creciendo durante estos años, aunque a un ritmo menor que los países con menor nivel de renta de la UE28. Pero, al contrario que el grupo anterior, estos se han recuperado bastante bien después de la crisis que se inició en 2008. Así, entre 2000 y 2015 Bélgica ha pasado del 124% de la renta media de la UE en PPS al 119%; Austria ha pasado del 130 al 128%; Suecia del 129 al 124%; Dinamarca no ha variado su situación, oscilando desde el nivel del 127% en 2000 hasta nuevamente el 127% en 2015. Bélgica, Austria y Suecia han

**Gráfico 7**

**Evolución de la convergencia sobre la media de la UE28. Países seleccionados. 2000 a 2015**



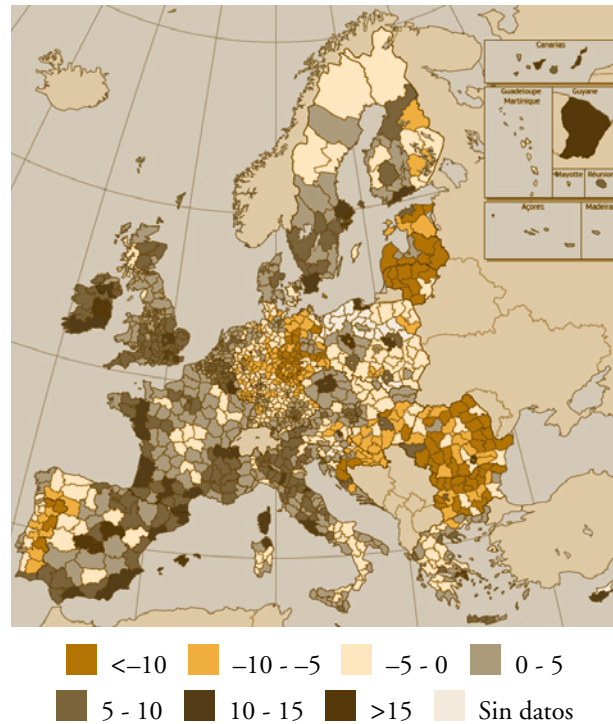
Fuente: Eurostat.

convergiendo suavemente *desde arriba*. Dinamarca está exactamente donde estaba, no ha variado su posición. Por último tenemos tres países que, durante estos años, han *divergido hacia arriba*, creciendo más que la media de la UE28, aumentando sus niveles de renta por encima de la media de la UE: entre 2000 y 2008, Alemania ha pasado de un nivel de renta respecto a la media de la UE en PPS del 122 al 124%, Irlanda ha pasado del 133 al 137% (aunque llegó a alcanzar el nivel del 148% en el año 2007) y Luxemburgo ha pasado del 246 al 264%.

Un factor que también debemos tener presente cuando analizamos la convergencia es el de los movimientos de la población que se han producido en este periodo, no olvidemos que estamos siguiendo la evolución de la renta per cápita. El gráfico 8, extraído del séptimo informe sobre la cohesión presentado hace pocas semanas por la Comisión Europea, muestra cómo la población en el conjunto de la UE28 ha alcanzado en 2015 hasta 508,5, aumentando un 4,4% desde el 2000 y determinada esencialmente por los flujos migratorios (de hecho, y por primera vez, en el año 2015 la UE28 sufrió una reducción vegetativa de la población). Pero, lógicamente, la población ha crecido todavía mucho más en los países más dinámicos, como Luxemburgo (+30%) o Irlanda (+22%); o en torno al 10%, en Francia, Reino Unido, Suecia, Bélgica o Malta; y algo más suave, en torno al 7%, en Austria, Italia, Finlandia, Holanda o Dinamarca. Pero no solo ha aumentado en los más dinámicos, también de forma particularmente destacada en España (+15%).

Sorprende observar cómo se está reduciendo en otros países también muy dinámicos, como Alemania (-1%). Y también podemos observar cómo los movimientos de la población también están ayudando a facilitar de forma relevante la convergencia de muchos países de la UE13, donde podemos observar caídas de la población durante estos años de alrededor del -17% en Letonia y Lituania, o de en torno al -13% en Bulgaria y Rumanía y alrededor del -7% en Estonia, Croacia y Hungría. Estos flujos migratorios se producen, especialmente, desde las zonas rurales a las urbanas, tanto domésticos entre países de la UE como internacionales. Sus motivaciones son obvias: diferencias en condiciones de vida, desempleo y de salarios. Pero sorprende cuando

**Gráfico 8**  
**Cambios en la población de la UE28 entre 2005 y 2015**



Fuente: My Region, My Europe, Our Future. Seventh report on economic, social and territorial cohesion. European Commission 2017. Regional and Urban Policy.

observamos los movimientos poblacionales en España, con flujos de inmigración procedentes de Latinoamérica y este de Europa todavía relevantes, a pesar de que la economía no esté totalmente recuperada. Por su parte, Grecia y Portugal han perdido algo más de un 1% de su población entre el 2006 al 2015.

### 1. Las regiones españolas y la convergencia real

La pérdida de convergencia en nuestro país ha sido particularmente relevante durante el periodo 2006 al 2015, al pasar de un nivel de renta respecto a la media de la UE28 en PPS del 103 al 90% (gráfico 9 y cuadro 2). En 2006 España tenía doce regiones en el grupo de las más desarrolladas, de las cuales siete eran regiones con un nivel de renta por encima de la media 100 de la UE28 (Madrid, País Vasco, Navarra, Cataluña,



Baleares, Aragón y La Rioja) y cinco con un nivel de renta situado entre el 90 y el 100% de la media de la UE28 (Cantabria, Castilla y León, Comunidad Valenciana, Canarias y Asturias). También teníamos seis regiones en transición, por situarse su nivel de renta entre el 75 y el 90% de la media de la UE28 en PPS (Ceuta, Galicia, Melilla, Murcia, Castilla-La Mancha y Andalucía) y solo una región de las antiguas objetivo 1, ahora denominadas regiones menos desarrolladas (Extremadura).

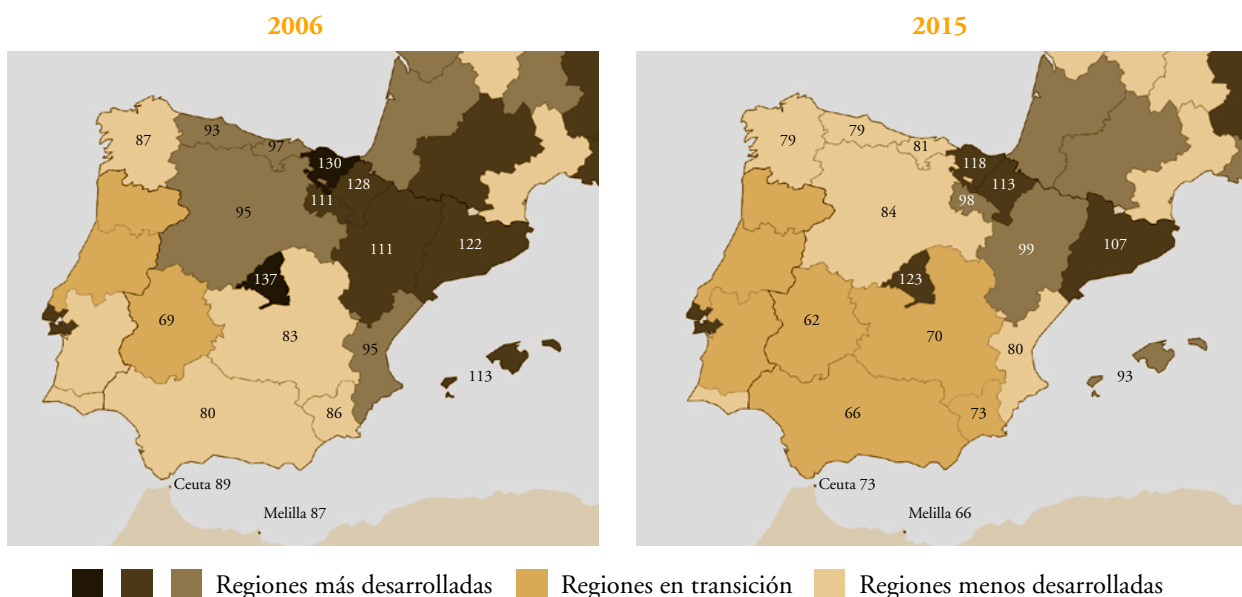
Con datos del año 2015 tendríamos ahora solo siete regiones en el grupo de las más desarrolladas (habríamos perdido, por tanto, cinco en este grupo), de las cuales ahora solo serían cuatro (en lugar de siete) las regiones con una renta por encima del 100% de la media de la UE28 (Madrid, País Vasco, Navarra y Cataluña) y tres entre el 90 y el 100% de la media UE28 (Aragón, La Rioja y Baleares). Las regiones en transición serían ahora cinco (Cantabria, Castilla y León, Comunidad Valenciana, Galicia y Asturias). Y las regiones menos desarrolladas habrían pasado de una a siete (además de Extremadura volverían a este grupo todas las antiguas regiones en transición, excepto Galicia, es decir, las

regiones de Murcia, Ceuta, Castilla-La Mancha, Andalucía y Melilla, y además se añadiría Canarias).

El impacto de la crisis económica y la posterior recuperación no ha sido igual en todas las regiones españolas. Todas han retrocedido entre 2006 y 2015, sin excepción. Pero Extremadura ha perdido 7 puntos de convergencia frente a los 21 puntos perdidos por Melilla, los 20 puntos en Baleares, 19 en Canarias, 16 en Cantabria y en Ceuta, 15 en las regiones de Navarra, Comunidad Valenciana y Cataluña, 14 en Andalucía, Asturias y Madrid, 13 en La Rioja, Murcia y Castilla-La Mancha, 12 en Aragón, 11 en el País Vasco y en Castilla y León y 8 en Galicia. Recordemos que a lo largo del año 2017 hemos recuperado nuestro nivel de PIB del año 2008, pero el PIB medio de la UE28 no ha permanecido constante: ha aumentado algo más de un 11% en PPS entre 2008 y 2015. Realmente la caída en el crecimiento de nuestra economía y, por tanto, la reducción en el nivel de nuestra renta, se ha producido entre los años 2009 a 2013, para volver a recuperarnos desde el 2014 hasta el momento actual.

Si observamos la evolución de la convergencia de nuestras regiones desde el año 2000 al 2015, vemos cómo

**Gráfico 9**  
Convergencia de las regiones españolas respecto a la media UE28



Fuente: Eurostat.

**Cuadro 2****Convergencia de las regiones españolas respecto a la renta media de la UE28 en PPS en los años 2006 y 2015**

	Año 2006	Año 2015
ESPAÑA	103	90
Galicia	87	79
Principado de Asturias	93	79
Cantabria	97	81
País Vasco	130	119
Comunidad Foral de Navarra	128	113
La Rioja	111	98
Aragón	111	99
Comunidad de Madrid	137	123
Castilla y León	95	84
Castilla-La Mancha	83	70
Extremadura	69	62
Cataluña	122	107
Comunidad Valenciana	95	80
Illes Balears	113	93
Andalucía	80	66
Región de Murcia	86	73
Ciudad Autónoma de Ceuta (ES)	89	73
Ciudad Autónoma de Melilla (ES)	87	66
Canarias	93	74

Regiones más desarrolladas (> 90%). Regiones en transición (75-90%). Regiones menos desarrolladas (<75%).

Fuente: Eurostat.

la pérdida de convergencia es menor. Así, la media nacional habría pasado del 95 al 90% de la media UE28 en PPS, pero tres regiones habrían avanzado en su nivel de convergencia respecto a la media europea: Galicia habría pasado del 74 al 79%, País Vasco desde el 117 al 119% y Extremadura del 61 al 62%. Y el resto de las regiones españolas han reducido sus niveles de convergencia. Pero eso mismo también se ha producido en muchas regiones de Bélgica, Grecia, Francia, Italia, Austria, Holanda, Portugal, Suecia, Finlandia o el Reino Unido. Esta cuestión será, seguramente, muy relevante en la discusión de las perspectivas financieras del 2021 al 2027.

Como conclusión, ¿podemos afirmar que la política de la cohesión de la UE está produciendo los frutos espera-

dos en este período de quince años, o no? Sin duda, la crisis iniciada en el 2008 ha sido tremenda y sus efectos todavía no se han diluido totalmente en muchas partes de la UE. Así, ha revertido la tendencia a largo plazo de convergencia real de los últimos años, al provocar caídas en la actividad económica y el empleo en algunos estados miembros, que han entrado a un proceso de divergencia (del que, esperemos, puedan salir pronto). También algunos de los países de mayor nivel de renta han aprovechado este periodo para crecer más y alejarse de la renta media de la UE. Pero también es evidente que los países con menor nivel de renta suelen tener una mayor potencialidad de crecimiento de su economía, y acaban creciendo más, como observamos con los nuevos estados miembros de la UE13, para los cuales este proceso de convergencia real es evidente.

# Seguro de **RESPONSABILIDAD CIVIL PROFESIONAL** para Economistas de Madrid

## Descubra las Nuevas Mejoras:

Aumente su protección frente a reclamaciones y riesgos en el ejercicio de su profesión.

- ◆

**Inclusión sin sobrecoste de la Actividad Laboral**
- ◆

**Inclusión de franquicias porcentuales.**
- ◆

**Incremento de los límites asegurados en 50.000€.**
- ◆

**Incremento del sublímite por víctima para Responsabilidad Civil Patronal en 200.000€**
- ◆


**Incremento del sublímite de inhabilitación profesional.**

## Condiciones económicas especiales para Economistas

Prima Total Anual

OPCIÓN DE CONTRATACIÓN	Suma Asegurada	Agregado Anual	Prima Total Anual	
			Personas Físicas (Y Sociedades Monodisciplinarias)	Personas Jurídicas (Y Sociedades Multidisciplinarias)
<b>Opción A</b>	400.000€	800.000€	<b>222,84€</b>	<b>267,41€</b>
<b>Opción B</b>	700.000€	1.400.000€	<b>350,40€</b>	<b>420,48€</b>
<b>Opción C</b>	1.100.000€	2.200.000€	<b>579,93€</b>	<b>695,93€</b>

Para mayor información y otras opciones de contratación:

 902 15 78 74

 [colegios@aon.es](mailto:colegios@aon.es)

Aon Gil y Carvajal, S.A. Correduría de Seguros, Sociedad Unipersonal inscrita en el R<sup>o</sup> Mercantil de Madrid, Hoja M-19857, Tomo 15321, Folio 133, N.I.F. A-28109247. Inscrita en el Registro especial de Sociedades de Correduría de Seguros con la clave J-107. Capacidad financiera y Seguro de Responsabilidad Civil concertado según lo previsto en la Ley 26/2006, de 17 de Julio. Seguro sujeto a normas de contratación.

 Colegio de Economistas de Madrid

 ZURICH<sup>®</sup>

 AON  
Empower Results<sup>®</sup>

## BREXIT: LA FACTURA DEL DIVORCIO

**Álvaro Anchuelo Crego**

*Catedrático de Economía Aplicada. Universidad Rey Juan Carlos*

### RESUMEN

La Unión Europea demanda del Reino Unido un pago que compense los compromisos adquiridos mientras ha sido país miembro (*Brexit divorce bill*). Las potenciales obligaciones británicas incluyen su parte de los considerables compromisos de gasto pendientes de pago (compromisos presupuestarios pendientes de liquidar, compromisos legales pendientes de presupuestar e incluso todos los gastos planeados para 2019-2020 en las actuales Perspectivas Financieras), de las pensiones de los funcionarios de la Unión y de pasivos contingentes como garantías de préstamos y préstamos. Las posibles compensaciones a favor del Reino Unido se derivan de los compromisos de gasto pendiente que le benefician, el cheque británico y su parte de los activos pertenecientes a la Unión Europea. Resulta imposible llegar a una cifra indiscutible para la factura. La cuantía podría variar desde cero (si se considera que todas las obligaciones cesan con la salida de la Unión) a más de 100.000 millones de euros. Las cifras concretas barajadas en la negociación han sido de 60.000 millones (como petición de la Unión Europea) y 20.000 millones (como penúltima propuesta británica). El resultado final ha dependido de la fuerza negociadora de las partes, ajustándose en lo esencial a la postura de la Unión Europea.

### PALABRAS CLAVE

*Brexit*, Unión Europea, Presupuesto común de la Unión Europea, Perspectivas Financieras 2014-2020.

El pago que el Reino Unido debe realizar a la Unión Europea para compensar los compromisos adquiridos durante su permanencia como país miembro (*Brexit divorce bill*) se había convertido en el principal obstáculo hasta la fecha de las negociaciones sobre la salida. En realidad, no es el aspecto más importante que tendrá que dilucidarse en ellas. Se trata de una cuestión relativamente menor, comparada con las futuras relaciones comerciales, lo que suceda al sector financiero o la movilidad de las personas.

No obstante, los negociadores europeos fijaron como una de las condiciones previas a la discusión de las nuevas relaciones que se lograse un avance suficiente en este asunto. Los negociadores británicos, por el contrario, viendo en este pago una de sus principales bazas, se resistían a aceptarlo si no era en relación con un futuro acuerdo final satisfactorio. Esto ha provocado durante un tiempo un círculo vicioso en las negociaciones, que ha jugado en contra de los británicos, a medida que el paso del tiempo iba agotando el plazo de dos años para alcanzar un acuerdo (que empezó a contar desde la activación del artículo 50).

El acuerdo sobre esta factura se ha visto también dificultado porque la campaña del *Brexit* se centró precisamente en los pagos que el Reino Unido realizaba a la Unión. Este tipo de asuntos, visibles y cuantificables (como la pequeña aportación británica al reducido presupuesto común), siempre han tenido un mayor peso político y mediático del que objetivamente merecen por su tamaño. Por ello, resultaba difícil para la primera ministra británica hacer concesiones que fuesen aceptables para su opinión pública, la prensa sensacionalista y el ala dura del partido gobernante.

Todo lo anterior había convertido esta *factura del divorcio* en el obstáculo clave que era preciso superar para que las negociaciones pudieran continuar. Sin embargo, la cuantía concreta de dicha factura podía arrojar cifras muy diversas, según las interpretaciones: desde más de cien mil millones de euros a cero. El objetivo de este trabajo es aclarar cómo se llega a tales cifras, en función de los distintos escenarios contemplados.

## 1. Potenciales obligaciones británicas

Desde el punto de vista de la Unión Europea, el Reino Unido tiene la obligación de hacer frente a los compromisos en que ha incurrido durante su pertenencia como Estado miembro, aunque tengan consecuencias que se extiendan temporalmente más allá de su salida (en marzo de 2019). Se trata de promesas ya realizadas que tienen respaldo legal.

Las principales de esas obligaciones son las siguientes (1):

### 1.1. *Compromisos de gasto pendientes de pago*

Los procedimientos presupuestarios de la Unión Europea tienen como consecuencia que se generen compromisos de gasto, para los que pasan años entre su aprobación y el pago correspondiente. Estos compromisos son de tres tipos:

#### 1.1.1. *Compromisos presupuestarios pendientes de liquidar*

Son compromisos de gasto que han aparecido ya en los presupuestos anuales anteriores a 2019, pero que todavía están pendientes de ser pagados. Suelen ser designados por la expresión francesa *reste à liquider* (RAL).

Los presupuestos anuales de la Unión Europea distinguen en sus cuentas entre compromisos (*commitments*) y pagos (*payments*). Los primeros reflejan las cantidades asignadas para gastar en un uso concreto; los segundos, los pagos efectivos. Las Perspectivas Financieras fijan un máximo anual tanto a los compromisos como a los pagos, pero habitualmente el primero supera al segundo. De esta forma, la Unión Europea se ha ido comprometiendo cada año a realizar gastos que superaban la cuantía que efectivamente se pagaría durante ese ejercicio. Así, ha ido acumulando una importante cantidad de compromisos ya reflejados en los presupuestos anuales pero todavía pendientes de pago.

La Unión Europea considera que se trata de compromisos con fuerza legal, en cuyo origen el Reino Unido participó mientras era país miembro. En consecuencia, tendría la obligación de hacer frente a su parte, aunque

los pagos efectivos se realicen con posterioridad a su salida en marzo de 2019. La mayoría de los compromisos generados de esta manera entre 2014 y 2020 tendrán que estar pagados para 2023.

Se calcula que el RAL ascenderá a unos 240.000 millones de euros a finales de 2018. En cuanto a su composición, aproximadamente la mitad está relacionado con el gasto en las políticas de cohesión, un quinto con la política agraria común y otro quinto con gasto en investigación. De esa cifra total, entre 29.000 y 36.000 millones corresponderían al Reino Unido (según calculemos su participación en el 12 o el 15%, como más adelante se discutirá).

#### 1.1.2. *Compromisos legales pendientes de presupuestar*

Además de los anteriores, en la Unión Europea existen otros compromisos de gasto con fuerza legal, aunque en este caso todavía no hayan tenido reflejo presupuestario (*Outstanding Spending Allocations*, OSA). De nuevo, irán materializándose con posterioridad a la salida británica en marzo de 2019.

La inmensa mayor parte está relacionada con los fondos estructurales y de cohesión. Una norma poco conocida, la Regulación 1303/2013 (*Common Provisions Regulation*), permite en su artículo 76 que la Comisión prometa recursos de los fondos estructurales a los países individuales. Estas promesas de gasto futuro tienen fuerza legal. Su cuantía total asciende a unos 145.000 millones de euros, de los que entre 17.000 y 22.000 millones correspondería financiarlos al Reino Unido.

Como estos compromisos solo adquirirán carácter presupuestario tras 2019, el Reino Unido decía no sentirse responsable de ellos. La Unión Europea considera, por el contrario, que se trata de gastos ya aprobados y que tienen fuerza legal, por lo que el Reino Unido tendrá que responsabilizarse de la parte que le corresponde.

#### 1.1.3. *Otros gastos planeados para 2019-2020: las Perspectivas Financieras 2014-2020*

Numerosos artículos periodísticos han interpretado que la Unión Europea estaba demandando del Reino Unido que siguiese haciendo frente a las aportaciones

necesarias para completar, sin alteraciones, las Perspectivas Financieras plurianuales vigentes (que incluyen hasta el año 2020). Como ha podido observarse en los apartados anteriores, las peticiones de la Unión Europea se basan en un enfoque distinto: parten de los compromisos legales ya adquiridos por el Reino Unido antes de su salida.

Sin embargo, dado que el Reino Unido participó en la elaboración de las Perspectivas Financieras, que además se aprueban por unanimidad, un enfoque amplio de las obligaciones británicas incluye en su totalidad los compromisos de gasto que incorporan para 2019 y 2020. Los negociadores británicos argumentaban, en sentido contrario, que las Perspectivas Financieras no son inamovibles, puesto que las regulaciones a que están sujetas permiten enmendarlas en caso de circunstancias imprevistas. Desde este punto de vista, lo que procedería es elaborar unas nuevas Perspectivas tras la salida del Reino Unido. Una vez más, por tanto, la negociación ha debido dilucidar la inclusión final de esta partida, aún más controvertida que las dos anteriores.

En este apartado, estaríamos hablando de una cifra máxima de unos 180.000 millones de euros para el total de la Unión Europea. De ellos, la parte británica ascendería a entre 22.000 y 27.000 millones. Esta cifra de unos 20.000 millones, aunque de origen tan discutible, ha tenido una gran importancia en las negociaciones. No es casualidad que coincida con la primera oferta concreta realizada por la primera ministra británica en su discurso de Florencia. Los negociadores británicos sabían que esta era la cantidad mínima que cubría el problema presupuestario más acuciante de la Unión Europea: completar las Perspectivas Financieras 2014-2020 sin verse obligada a pedir nuevas contribuciones a los países miembros o recortar los gastos. En cualquier caso, el Reino Unido pretendía ligar la cifra no a compromisos pasados, sino a ventajas de futuro, como acceder al Mercado Único o participar en proyectos de investigación. Sin embargo, en ambos frentes (la cuantía y la motivación) se ha visto obligado a ceder.

En resumen, la factura británica por los compromisos de gasto ya realizados y pendientes de pago supondría:

- Entre 29.000 y 36.000 millones de euros, si solo se incluyen los compromisos presupuestarios pendientes de liquidar (RAL).
- Entre 46.000 y 58.000, si a los anteriores se añaden los compromisos legales pendientes de presupuestar (OSA).
- Un máximo de entre 68.000 y 85.000 millones, en el caso de incluir además los gastos planeados en las actuales Perspectivas Financieras para 2019 y 2020.

### 1.2. *Pensiones de los funcionarios de la Unión Europea*

Los funcionarios que trabajan (y han trabajado) para la Unión Europea disfrutan de un plan de pensiones relativamente generoso. El número de beneficiarios era de 21.400 en 2014 y se estima (2) que en 2064 podrían ser unos 49.000.

El sistema no es de capitalización, sino de reparto. No se ha dotado ningún fondo con las aportaciones de los beneficiarios del que vayan a salir los recursos para pagar sus pensiones futuras. Los pagos se cubren cuando surgen, como parte del presupuesto común anual de la Unión Europea. Aproximadamente un tercio de ese gasto lo cubren las contribuciones anuales de los funcionarios, que se tratan como ingresos del presupuesto de la Unión.

Desde un punto de vista legal, todos los Estados miembros garantizan las pensiones de todos los funcionarios de la Unión Europea, independientemente de su nacionalidad. De la misma forma, todos ellos se han beneficiado de sus servicios mientras han sido miembros. En consecuencia, el Reino Unido debería hacerse cargo de su parte alícuota del pasivo que estas futuras pensiones representan.

Las cuentas consolidadas de la Unión Europea (3) estiman en 63.800 millones de euros el valor presente descontado de estas pensiones futuras (aunque este tipo de cálculos es muy sensible a la tasa de descuento elegida). En consecuencia, el Reino Unido tendría que hacer frente a un pago de entre 7.600 y 9.600 millones, si desembolsase sus obligaciones por este concepto en un pago único.

Pese a que este no es uno de los epígrafes más relevantes en lo que se refiere a la cuantía, no ha dejado de estar sujeto a una encendida polémica. Los pagos asociados se prolongarán durante muchas décadas tras la salida del Reino Unido de la Unión. Los negociadores británicos argumentaban que la garantía estaba ligada a la pertenencia y desaparecía con ella, pues es el presupuesto común de cada año el que la respalda. Una posición intermedia consistía en hacerse cargo únicamente de las pensiones de los funcionarios de la Unión Europea con nacionalidad británica (que suponen alrededor del 8% de los actuales beneficiarios de este sistema).

### 1.3. Pasivos contingentes

Son obligaciones legales de pago que solo surgirán si se dan determinadas circunstancias, por lo que no es seguro que haya que hacerles frente.

#### 1.3.1. Garantías de préstamos

La partida principal incluida en este concepto son las garantías dadas por la Unión Europea a préstamos concedidos por el Banco Europeo de Inversiones (BEI)

a países no pertenecientes a la Unión. En caso de impago de los prestatarios, esos avales podrían ejecutarse.

Se estima que la cuantía total de tales garantías alcanzará los 27.000 millones de euros para principios de 2019. De esa cifra, entre 3.000 y 4.000 millones corresponderían al Reino Unido.

#### 1.3.2. Préstamos

La Unión Europea también ha concedido directamente préstamos a través de distintas facilidades. De nuevo, esto podría originar obligaciones de las que el Reino Unido tendría que participar en el caso de que algunos de esos préstamos no se devuelvan.

La cuantía total de dichos préstamos ascenderá a unos 52.000 millones de euros a finales de 2018, de los que entre 6.000 y 8.000 millones corresponderían al Reino Unido. No obstante, la probabilidad de que esos préstamos resulten fallidos es muy baja, pues en su mayor parte están concedidos a países de la Unión Europea con bajo riesgo.

Los pasivos contingentes británicos considerados en los dos apartados anteriores no tendrían necesariamente

## Cuadro 1 Potenciales obligaciones británicas

(Miles de millones de euros)

	Total	Reino Unido 12%	Reino Unido 15%
1. Compromisos pendientes de pago	565	68	85
1.a. Presupuestarios por liquidar	240	29	36
1.b. Legales por presupuestar	145	17	22
1.c. Perspectivas Financieras para 2019-2020	180	22	27
2. Pensiones funcionarios UE	63,8	7,6	9,6
3. Pasivos contingentes		9	12
3.a. Garantías de préstamos	27	3	4
3.b. Préstamos	52	6	8

Fuente: Elaboración propia a partir de Barker (2017) y Darvas y cols. (2017).

te que dar lugar al pago adelantado de las considerables cantidades totales máximas (que, en su casi totalidad, deberían ser devueltas en el futuro si las contingencias no se materializasen). Las contribuciones podrían requerirse solo en el caso y momento en que fuesen necesarias. Una tercera alternativa consistiría en calcular el riesgo asociado a los préstamos y adelantar solo esa (mucho menor) cantidad de impagos esperada, realizando con posterioridad los reajustes que la realidad termine haciendo necesarios. Los enfoques segundo y tercero parecen más lógicos, pero requieren la existencia de confianza entre las partes. En el conjunto de la negociación, estos pasivos contingentes no han sido excesivamente relevantes.

## 2. Posibles compensaciones a favor del Reino Unido

En vista de que se le exige al Reino Unido que haga frente a su cuota de pagos y pasivos pendientes, puede parecer evidente que, como contrapartida, deba disfrutar de la parte de los activos y de los pagos futuros que le beneficien. Lo referente a los activos, sin embargo, ha sido otro aspecto a dilucidar en las negociaciones.

La interpretación que se haga depende de si el proceso se equipara a un divorcio o a la salida de un club. En el primer caso, debería procederse al reparto de los activos, pero no está claro que ese sea el marco general que ayude a entender este proceso. Cuando los países entran a formar parte de la Unión Europea, como hizo el Reino Unido en 1973, no realizan ninguna contribución para compensar por los activos que la Unión ha acumulado con anterioridad. En este sentido, la salida se parecería más al abandono de un club: al socio que se marcha se le exige que pague las cuotas pendientes, pero eso no le da derecho a quedarse con una parte de los activos de la organización. Nótese, además, que la Unión Europea tiene personalidad jurídica propia, por lo que sus activos no pertenecen a los países que la componen.

### 2.1. Parte de los compromisos de gasto pendientes de pago que beneficia al Reino Unido

Si los británicos tienen que asumir su parte de responsabilidad por los distintos compromisos de gasto pen-

diente, habrá que respetar como contrapartida la parte de ellos que les beneficia, al ser gastos a realizar en el Reino Unido.

De los compromisos presupuestarios pendientes de liquidar, casi 12.000 millones de euros son gasto destinado al Reino Unido. Lo mismo sucede con 5.400 millones de compromisos legales pendientes de presupuestar y 11.700 millones de gasto para 2019-2020 en las actuales Perspectivas Financieras. Estas compensaciones, por tanto, pueden llegar a sumar casi 30.000 millones de euros.

### 2.2. Cheque británico

El Reino Unido recibe cada año, desde 1985, dos terceras partes de su contribución neta al presupuesto común de la Unión Europea del año previo. Esto le daría derecho a recibir tras su salida el pago del último cheque: alrededor de 5.000 millones de euros.

La existencia del cheque británico tiene implicaciones, así mismo, de cara a los pagos relacionados con compromisos futuros. Si se le exige al Reino Unido que contribuya, este solicita que se le aplique en esas contribuciones un descuento similar al que tenían en el pasado. Para ello, existen dos vías con un resultado equivalente: bien calcular la participación del Reino Unido directamente como el 12% del total (contribución histórica media al gasto total de la Unión Europea tras el descuento del cheque) en vez del 15% (contribución sin cheque); bien usar el 15%, pero descontando después de la factura total las devoluciones asociadas a la existencia del cheque.

### 2.3. Parte británica de los activos pertenecientes a la Unión Europea

En el caso de aceptarse el enfoque de asimilar el *Brexit* a un divorcio, en vez de al abandono de un club, el Reino Unido tendría derecho a que se le reconociese la propiedad del porcentaje de activos totales de la Unión Europea que le correspondiera.

No obstante, no tendría sentido realizar este cálculo sobre la enorme cifra que figura como activos en el balance de la Unión Europea. En ella se incluyen, por



ejemplo, 67.000 millones de euros en activos financieros que no representan riqueza neta, pues tienen su contrapartida en el otro lado del balance (en forma del endeudamiento en el que la Unión Europea ha incurrido para captar los recursos que posteriormente prestaba).

Los activos que podría tener sentido incluir en un eventual reparto serían esencialmente los siguientes:

- Activos tangibles (propiedades, planta y equipo, donde se incluyen edificios, terrenos, obras de arte): un total de 8.700 millones de euros, de los que corresponderían al Reino Unido entre 1.000 y 1.300 millones. Como puede verse, una cantidad relativamente menor, pese a la importancia que la prensa sensacionalista británica ha dado a este asunto (debido, de nuevo, a su visibilidad).

La cifra podría incrementarse ligeramente, pues los negociadores británicos alegan que el valor en libros (utilizado en el balance) no recoge el verdadero valor de estos activos a precios actuales de mercado.

- Activos financieros disponibles para la venta: por valor de unos 9.600 millones de euros, de los que entre 1.100 y 1.400 corresponderían al Reino Unido.

- Liquidez: 21.700 millones, de los que entre 2.600 y 3.300 corresponderían al Reino Unido.

En resumen, el Reino Unido reclamaba (con bastante fundamento) compensaciones por hasta casi 35.000 millones de euros, basadas en los diversos compromisos de gasto pendiente que le benefician y en el cobro del cheque británico. A esto se podrían añadir (con mayores dudas) entre 4.700 y 6.000 millones de euros, como parte británica en el reparto de activos de la Unión Europea, lo que deja la cifra máxima de compensaciones en torno a los 40.000 millones de euros.

### 3. Cuantía total de la factura

Como puede observarse, es imposible llegar mediante una formulación matemática precisa a una cifra indiscutible para la factura del divorcio. Todos los aspectos esenciales han estado sujetos a debate y negociación: qué obligaciones deben incluirse, qué compensaciones son aplicables, incluso cuál es el porcentaje de la participación británica.

En efecto, ni siquiera el cálculo del porcentaje que ha supuesto históricamente la contribución británica al presupuesto de la Unión Europea está totalmente exento de controversia. Hay que decidir, en primer lugar, para qué periodo calcularlo. Lo lógico es utilizar años posteriores a 2007, cuando ya la Unión Europea estaba formada prácticamente por sus miembros actuales. Pero, incluso acordando lo anterior, se abren dos posibilidades: la contribución histórica media ronda el 15%,

## Cuadro 2

### Posibles compensaciones a favor del Reino Unido

(Miles de millones de euros)

	Cuantía máxima
1. Gastos pendientes a su favor	29,1
1.a. Presupuestarios por liquidar	12
1.b. Legales por presupuestar	5,4
1.c. Perspectivas Financieras para 2019-2020	11,7
2. Cheque británico	5
3. Parte británica de activos de la UE	6

Fuente: Elaboración propia a partir de Barker (2017) y Darvas y cols. (2017).

pero descendiendo hasta el 12% una vez que se corrige para tener en cuenta el efecto del cheque británico. Esta segunda opción parece la más justa.

Por eso, en esta sección, más que calcular las numerosas combinaciones posibles entre obligaciones a incorporar, compensaciones a tener en cuenta y porcentajes de participación (que el propio lector puede realizar para los casos concretos que desee, a partir de los datos proporcionados), tiene más sentido comentar las cifras concretas en que se ha centrado la negociación.

Los negociadores de la Unión Europea comenzaron el proceso filtrando cifras que podrían superar los 100.000 millones de euros. Como se deduce del análisis realizado en las secciones anteriores, para llegar a esa cantidad máxima es preciso situarse en el escenario exageradamente menos favorable para el Reino Unido: haciendo frente, con una participación del 15%, a los 85.000 millones que implican su parte en todos los gastos comprometidos (presupuestados y pendientes de presupuestar, más el gasto incluido en las Perspectivas Financieras para 2019 y 2020), más 9.600 millones para pensiones y 12.000 millones por la cuantía total de garantías y préstamos. Esta abultada cifra solo puede interpretarse como el primer movimiento de una estrategia negociadora.

Con el paso del tiempo, la cantidad exigida por la Unión Europea se concretó en el entorno más razonable de los 60.000 millones de euros. A esta cifra se puede llegar mediante la combinación de diferentes procedimientos: no incluyendo todas las obligaciones de gasto pendiente, no incluyendo el total de pensiones o pasivos contingentes, utilizando como porcentaje de participación británica el 12% en vez del 15% o teniendo en cuenta diversas compensaciones (en forma de gasto futuro o activos que beneficien al Reino Unido). La aceptación de esta factura se presentó como una condición necesaria para abrir la segunda fase de las negociaciones sobre las relaciones futuras entre la Unión Europea y el Reino Unido.

Desde el lado negociador británico, la posición maximalista de salida consistió en afirmar que la cifra a pagar podría ser cero. Esta postura tuvo, por ejemplo, apoyo en la Cámara de los Lores. Según las conclusiones del debate allí realizado sobre la factura del divorcio, desde

el punto de vista legal todas las obligaciones cesarían con la salida de la Unión Europea. De hecho, sería difícil obligar a un país soberano a pagar, pues hay pocos precedentes internacionales, la jurisdicción del Tribunal de Justicia de la Unión Europea ya no sería válida y no existen mecanismos de coacción. Sin embargo, esta actitud conllevaba un alto riesgo reputacional para el Reino Unido (que sería visto como un país poco fiable, al incumplir unilateralmente sus compromisos internacionales) y habría condicionado muy negativamente sus futuras relaciones con la Unión Europea.

La primera ministra británica, en su discurso de Florencia (el 22 de septiembre de 2017), suavizó la postura inicial. En él, reconocía la posibilidad de realizar pagos ligados a los compromisos ya contraídos, aunque prefería ligarlos a beneficios futuros para el Reino Unido (como acceso al Mercado Único o participación en proyectos concretos, por ejemplo de investigación). La propuesta británica pasó así a ser de unos 20.000 millones de euros. En cualquier caso, condicionaba el pago a que se alcanzase un acuerdo satisfactorio en las relaciones comerciales futuras.

¿A qué cifra final se ha llegado? La respuesta a esta pregunta ha dependido en gran medida de la fuerza negociadora de las partes. En este aspecto, las ventajas residían claramente en el lado europeo. Desde que se invocó el artículo 50, el plazo de dos años para alcanzar un acuerdo comenzó a consumirse. No conseguir dicho acuerdo perjudicaría a ambas partes, pero mucho más al Reino Unido (que vería dificultado el acceso al principal mercado que tienen sus bienes y servicios, incluyendo los financieros).

Los negociadores de la Unión Europea, por su parte, también tenían incentivos para lograr el pago de la factura: evita tener que renegociar las Perspectivas Financieras para los años 2019 y 2020, lo que obligaría a pagar más o recibir menos a los países miembros. Ayuda, así mismo, a que se visualicen los costes de abandonar la Unión, desanimando a otros países que puedan plantearse seguir ese camino en el futuro.

El resultado esperable era que se lograra un acuerdo mucho más cercano a los 60.000 millones que solicitaba la Unión Europea que a las ofertas iniciales británicas. Sin embargo, algún riesgo de no alcanzar

el acuerdo existía. El gobierno conservador británico se encontraba prisionero de su propia retórica. En la campaña del *Brexit*, se dijo a los votantes que estaban pagando unas cantidades inadmisibles a Bruselas, en vez de utilizarlas mejor en asuntos domésticos (como la mejora del servicio de salud). Tras el referéndum, resultaba difícil justificar políticamente cualquier pago. Un sector del partido conservador, el UKIP, la prensa sensacionalista y buena parte de los partidarios del *Brexit* lo ven como una traición. En estas circunstancias, el gobierno británico podría haber sucumbido (otra vez) a la tentación de dar prioridad a sus dificultades políticas, por encima de los verdaderos intereses nacionales.

Finalmente, el 8 de diciembre de 2017 el Reino Unido capituló en todos los frentes, viéndose obligado a aceptar en lo esencial las exigencias de la Unión Europea. En consecuencia, se hará cargo de su parte de todos compromisos de gasto pendientes de pago (compromisos presupuestarios pendientes de liquidar, compromisos legales pendientes de presupuestar e incluso todos los gastos planeados para 2019-2020 en las actuales Perspectivas Financieras, como si siguiese siendo un país miembro), de las pensiones de los funcionarios de la Unión y de los pasivos contingentes asociados a los préstamos y sus garantías. Su porcentaje de participación se calculará con los datos del periodo 2014-2020. A cambio, seguirá cobrando los compromisos de gasto pendiente que le benefician y el cheque británico, además de recibir una mínima parte de los activos pertenecientes a la Unión Europea.

Para aminorar la humillación británica se ha preferido, en vez de concretar una cifra, llegar a un acuerdo sobre la metodología de cálculo. En realidad, una cosa implica necesariamente la otra. Como se ha adoptado la metodología propuesta por la Unión Europea, la factura final no se alejará mucho de los 60.000 millones de euros.

Si la Unión Europea desea facilitar aún más al gobierno británico la tarea de enfrentarse a su opinión pública interna, existen otras fórmulas para ello. La cifra de la factura se puede suavizar aparentemente extendiendo los plazos de pago (logrando así que las cuotas anuales sean menores), no obligando a cubrir por anticipado

los pasivos contingentes y camuflando pagos por compromisos pasados como parte de otros ligados a ventajas futuras. Este tipo de subterfugios (y la contabilización como activo a devolver de los 3.500 millones de capital británico en el Banco Europeo de Inversiones, una partida extrapresupuestaria que no formaba parte de los cálculos de la Comisión) ha permitido a los portavoces del Reino Unido simular una disminución de la factura hasta los 40.000-45.000 millones de euros, lo que no se ajusta estrictamente a la verdad.

#### 4. El *Brexit* visto desde España

España ha sido uno de los países tradicionalmente más beneficiados por el presupuesto común de la Unión Europea. A día de hoy, seguimos recibiendo considerables cantidades que impulsan el crecimiento y la modernización. En concreto, nuestro país recibe anualmente 6.764 millones de euros gracias a la PAC, 5.458 por la política de cohesión y 1.220 asociados a la Competitividad para el crecimiento y el empleo. Como contrapartida, aporta 10.089 millones anuales al presupuesto, es decir, el 7,3% del total de los recursos de la UE-28. El desglose de las aportaciones es el siguiente: 6.768 millones de euros mediante el recurso ligado a la Renta Nacional Bruta, 1.255 millones como parte de la recaudación del IVA, 1.317 debido a los recursos arancelarios tradicionales y 749 para cubrir su parte del cheque británico. Puede verse que el saldo total sigue siendo positivo, pero ya poco cuantioso (del orden de los 2.000-3.000 millones anuales en los últimos años) y en descenso.

En el caso de que el Reino Unido hubiese abandonado la Unión Europea sin ningún tipo de acuerdo, el agujero en el presupuesto común de la Unión Europea ascendería a unos 10.000 millones de euros anuales. Habrían existido diversas formas posibles de cubrirlo. Un escenario extremo consistiría en mantener inalterable el gasto que recibe cada país miembro de la UE-27 y realizar todo el ajuste exclusivamente a través de un aumento de las aportaciones nacionales (ajustando al alza el recurso de cierre, el ligado a la Renta Nacional Bruta). En este caso, España tendría que haber aportado unos 700 millones de euros adicionales cada año, acelerando su conversión en país contribuyente neto. El escenario

extremo alternativo consistiría en mantener los ingresos y realizar todo el ajuste a través de la disminución del gasto. Esto habría implicado recortes importantes en algunas políticas, pues la cuantía neta dejada de aportar por el Reino Unido equivaldría aproximadamente a la quinta parte de cada una de las grandes políticas comunes (la PAC y la política de cohesión).

Más allá de los aspectos presupuestarios, España es uno de los países claramente interesados en que la negociación sobre las relaciones futuras tenga un final satisfactorio, dada la relevancia de los intereses en juego. Las relaciones comerciales con el Reino Unido le convierten en el quinto mercado más importante para las exportaciones españolas, que logran allí un superávit anual de más de un punto del PIB. Ese país es, así mismo, el principal emisor de turistas que visitan España (más de quince millones de británicos lo hacen cada año), el principal destino de los emigrantes españoles (lo eligen el 14% del total) y el principal destino de la inversión extranjera directa española (con fuerte presencia en sectores estratégicos, como el financiero, las telecomunicaciones y la energía).

#### NOTAS

- (1) Se han calculado concentrándose exclusivamente en la Unión Europea y excluyendo otras instituciones comunes con entidad legal propia, de las que la más relevante es el Banco Europeo de Inversiones (BEI). Las principales fuentes de información son las Cuentas consolidadas anuales de la Unión Europea (que incluyen el último balance disponible, el de finales de 2015) y las Perspectivas Financieras 2014-2020.
- (2) Bajo el supuesto de que el número total de funcionarios de la Unión Europea se mantenga constante.
- (3) Según los datos del último balance que proporcionan, el de finales de 2015.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Barker, A. (2017), *The €60 billion Brexit bill: How to disentangle Britain from the EU budget*, Centre for European Reform.
- Darvas, Z.; Efstathiou, K. y I. Goncalves (2017), «Divorce settlement or leaving the club? A breakdown of the Brexit bill», *Bruegel Working Paper* 03/2017.
- Haas, J. y E. Rubio (2017), «Brexit and the EU budget: Threat or opportunity?», *Jacques Delors Institut Policy Paper* 183.
- House of Lords (2017), «Brexit and the EU budget», *European Union Committee, HL Paper* 125.



# SECTORES PRODUCTIVOS

**Coordinadora**

**Amelia Pérez Zabaleta**

*Vicedecana 1ª del Colegio de  
Economistas de Madrid*

# LA ECONOMÍA DIGITAL EN ESPAÑA: ANÁLISIS Y SITUACIÓN FRENTE A EUROPA

**Ana M. López**

*Instituto L. R. Klein. Universidad Autónoma de Madrid*

## RESUMEN

La economía digital puede ser entendida como la actividad económica basada en el uso de Internet y las redes digitales para su desarrollo y difusión. Tiene su origen en el desarrollo de las nuevas tecnologías de la información y comunicación (TIC) aplicadas a la economía y constituye un elemento transformador que afecta a todos los sectores económicos, a algunos con mayor intensidad. Ciertamente, se ha convertido en el motor de las economías más avanzadas. Entre otros indicadores, el Índice de la Economía y la Sociedad Digitales (*Digital Economy and Society Index*) de la Comisión Europea mide el grado de digitalización de un país y señala que España ocupa el puesto 14 en la UE-28 en 2017, avanzando en el progreso de la economía digital, pero aún queda tarea por realizar para desarrollar el pleno potencial.

## PALABRAS CLAVE

Economía digital, Nueva economía, TIC, Internet, Comercio electrónico.

## 1. Introducción

La interrelación entre lo que conocemos como economía tradicional (vieja economía) y economía digital (nueva economía o economía del conocimiento) es cada vez mayor, pues Internet, como exponente de las nuevas tecnologías de la información y comunicación (TIC), se ha instaurado de forma rápida y consistente en nuestro desempeño habitual. De modo que ya resulta difícil establecer una delimitación entre ambos enfoques, sobre todo porque lo nuevo cambia cada día en un mundo donde la innovación es clave.

Desde la obra, en cierto modo pionera, de Tapscott (1995), donde pronosticaba muchas de las transformaciones que ha propiciado la digitalización de la información, se ha avanzado a una velocidad vertiginosa en el desarrollo de las tecnologías de la información y comunicación y en su potencial para cambiar radicalmente el modo en que se hacen los negocios, con diferencias sustanciales en los veinte escasos años que separan el siglo pasado del actual. Actualmente, el concepto de economía digital se encuentra perfectamente imbricado en nuestra sociedad y en el sistema productivo.

Nuestra forma de adquirir bienes y servicios (comercio electrónico o en línea), de trabajar (búsqueda de in-

formación en línea a través de navegadores, conexión remota a paquetes informáticos, dispositivos tecnológicos) e incluso de relacionarnos con otras personas (modos y redes sociales, correo electrónico) nada tiene que ver con lo que hacíamos. En definitiva, nuestra forma de interactuar ha experimentado notables cambios, que se deben al uso de las tecnologías de la información y las comunicaciones, al empleo habitual de Internet por millones de personas, cada vez más intensivo y extendido en la población, con dispositivos y objetos conectados entre sí, interactuando sin que el tiempo y el espacio sea una frontera. En este desarrollo, la creciente conexión de dispositivos y objetos conduce hacia lo que actualmente se conoce como el Internet de las cosas (IoT, por sus siglas en inglés) referido a los grupos de dispositivos digitales que recogen y transmiten datos a través de Internet en tiempo real, generando una fuente masiva de información y enriqueciendo el conocimiento más próximo a lo que, efectivamente, sucede en determinados ámbitos de actuación.

## 2. Alcance de la economía digital en España

La economía digital puede ser entendida en sentido amplio como la actividad económica basada en el uso

de Internet y las redes digitales para su desarrollo y difusión. Más allá de este concepto, la economía digital tiene su origen en el desarrollo de las nuevas tecnologías de la información y comunicación aplicadas a la economía y, como tal, constituye un elemento transformador que afecta a todos los sectores económicos. A algunos sectores con mayor intensidad o de forma más directa como son el turismo, banca, distribución comercial y transporte, pero también en otros como los medios de comunicación, publicidad, educación y seguridad. Ciertamente, la economía digital se ha convertido en el motor de las economías más avanzadas. A esta visión se unen los nuevos modelos de negocio innovadores basados en la aplicación y desarrollo de la tecnología digital. En particular, las actividades de comercio electrónico, contenidos digitales, juegos digitales y comunicación digital, entre otras.

Aunque en este breve balance nos centramos en la situación española, obviamente el impulso y desarrollo de la economía digital se ha manifestado a escala mundial, de forma que la economía española junto a la europea han sabido adaptarse al reto. La globalización que permite Internet posibilita un mundo más conectado, donde los usuarios tienen a su alcance mayor información y, por tanto, mayor capacidad de decisión si la saben gestionar convenientemente. Una información que se genera de forma cada vez más rápida, y que también queda obsoleta antes, y a la que tiene acceso mayor población y, en definitiva, un acceso a productos y servicios en cualquier lugar del mundo y en cualquier momento.

En el caso español, conviene recordar que un elemento clave de apoyo al desarrollo de la economía digital es la propuesta contemplada en la Agenda Digital española, aprobada en 2013, que desarrollan conjuntamente el Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital (MINETAD) y el Ministerio de Hacienda y Función Pública, que supone el marco institucional para implementar y diseñar las correspondientes políticas de apoyo y desarrollo de las tecnologías de la información y las comunicaciones en España. El propósito es el *desarrollo de una economía digital que reduzca los costes de gestión en la Administración y mejore los servicios a los ciudadanos, fortaleciendo el sector de las Tecnologías de la Información y la Comunicación como fuente de riqueza*

*y empleo, así como impulsar el I+D+i en las industrias de futuro.* El seguimiento periódico de los objetivos marcados en la agenda digital española se realiza por el Observatorio Nacional de Telecomunicaciones y Sociedad de la Información (ONTSI) de Red.Es (entidad pública empresarial del MINETAD) mediante un sistema de indicadores establecido por la Agenda Digital para Europa, que incorpora, además, otros indicadores específicos para España.

La Agenda Digital española es el soporte para acometer en nuestro país los objetivos más amplios marcados en el Mercado Único Digital, estrategia impulsada por la Comisión Europea en 2015, para garantizar el acceso en línea sin interrupciones de los ciudadanos y empresas a bienes y servicios independientemente de su ubicación. Un propósito alineado también con la agenda digital de los países de la OCDE que hace seguimiento en sus informes periódicos *OECD Digital Economy Outlook* donde analiza la evolución y las oportunidades de la economía digital. El desarrollo de un Mercado Único Digital se conforma como un soporte básico para que Europa mantenga una posición líder y de referencia en la economía digital mundial. El Mercado Único Digital puede proporcionar oportunidades para nuevas empresas y para las existentes aprovechar mejor la ventaja de un mercado superior a 500 millones de personas (OCDE, 2017).

Las grandes cifras del sector de las TIC en España están claramente identificadas, como se recoge en el cuadro 1, abarcando la actividad que concierne a la fabricación de productos TIC y a los servicios TIC (comercio, actividades informáticas, telecomunicaciones), mientras que en la conceptualización de la economía digital se englobarían los efectos que genera en los sectores en los que repercute su actividad y que hacen presuponer un espectro más amplio de valoración.

Considerando la acepción similar de los conceptos de economía digital, nueva economía y economía de las TIC, en términos generales, lo inmediato es recurrir a los siguientes indicadores que dan cuenta de la situación actual: mercado TIC, usuarios de internet, acceso a Internet, disponibilidad de banda ancha, ordenadores personales, telefonía móvil y comercio electrónico. La perspectiva del desarrollo de la economía digital

**Cuadro 1**  
**Principales magnitudes del sector TIC**  
**en España**

Indicadores	Valor
Número de empresas	23.427
Cifra de negocios (millones de euros)	88.334
Personal ocupado	367.906
Inversión TIC (millones de euros)	16.229
Exportaciones TIC (millones de euros)	13.961
Importaciones TIC (millones de euros)	19.483
VAB TIC (millones de euros)	42.642
VAB TIC (aportación a la economía)	4,2%

Fuente: ONTSI (2017). Datos referidos a 2017.

puede abordarse desde el punto de vista de los agentes: ciudadanos (hogares, familias), empresas y administración pública.

Presentamos en el cuadro 2 la comparativa según la situación actual en España, UE-15 y UE-28, con datos procedentes de Eurostat, referidos al año 2016. Lo que ciertamente resulta paradójico es que la digitalización aboga por la disposición de una mayor información accesible y, sin embargo, en la mayoría de los indicadores que analizamos aún no es posible disponer del cierre del ejercicio de 2017, aunque resulta suficiente para contextualizar la situación actual.

Es un hecho constatado la presencia de Internet en el quehacer cotidiano de las personas, incentivado, además, por la creciente introducción de dispositivos móviles sumado a las facilidades de acceso, incluso gratuito, que pueden propiciarse en determinados entornos. Un 82% de la población de la UE-28 es usuaria de internet (85% en UE-15), con países como Dinamarca, Luxemburgo u Holanda que alcanzan niveles de penetración superiores al 90%, con previsión de que continúe aumentando el porcentaje de población usuaria. En España, la penetración de usuarios de Internet se cifra en un 81%. En lo referente al mundo empresarial, prácticamente la totalidad de los países europeos

superan el 95% de empresas con acceso a Internet, con un 97% en promedio en UE-28 y un 98% en UE-15 y España. El porcentaje de empleados que tienen un dispositivo electrónico portable para acceder a Internet aumentan de año en año, alcanzando la cifra del 22% para los países de la UE-28 (24% en UE-15) y del 25% en España.

Un 83% de los hogares de la UE-28 (85% en UE-15) posee conexión a Internet por banda ancha, con países como Luxemburgo, Holanda, Dinamarca, Reino Unido y Finlandia que superan el 90%, mientras que en España el porcentaje se sitúa en un 81%. La proporción de empresas con banda ancha en la UE-28 se sitúa en el 94% (95% en UE-15) y en el 97% en España. El uso del ordenador entre la población es una conducta cada vez más asentada, siendo un 78% el porcentaje de población que ha utilizado un ordenador en los últimos tres meses en la UE-28 (81% en UE-15) y un 74% en España. La implantación del ordenador en los hogares es más elevada, pues cuenta con una penetración media del 82% en UE-28, 84% en UE-15 y 76% en España, configurándose como herramienta esencial en la mayor parte de los hogares existentes en la actualidad. Respecto a la penetración de la telefonía móvil se constata el fuerte incremento que se produce cada año, alcanzando ya un total de 547 millones de líneas en el conjunto de la UE-28, que representa 110 líneas por cada 100 habitantes. En España la proporción es de 112 líneas y de 126 en la UE-15, que conduce a una contracción progresiva de la demanda de telefonía fija.

Finalmente, y en esta comparativa de los principales indicadores, se evalúa el desempeño del comercio electrónico que atiende a cuatro posibles ópticas, aunque no siempre se cuente con la información detallada en cada uno de los conceptos: *a) Business to consumer (B2C)*: transacciones comerciales en línea entre los consumidores finales (compradores) y las empresas vendedoras; *b) Business to business (B2B)*: comercio electrónico entre empresas; *c) Business to government (B2G)*: transacciones de empresas con la administración pública; *d) Consumer to consumer (C2C)*: transacciones que realizan los consumidores entre sí, sin la intermediación de empresas, favorecidas por el desarrollo de plataformas específicas.



Cuadro 2

## Indicadores de la economía digital en España y Europa (UE-15 y UE-28)

Indicadores	España	UE-15	UE-28
Mercado TIC (millones de euros)	54.645	669.834	760.044
Usuarios de Internet			
Miles de personas	37.688	346.503	419.680
penetración (%)	81%	85%	82%
Acceso a Internet			
Hogares (%)	82%	87%	85%
Empresas (%)	98%	98%	97%
Empleados (%)	25%	24%	22%
Disponibilidad banda ancha			
Hogares (%)	81%	85%	83%
Empresas (%)	97%	95%	94%
Ordenadores personales			
Población que usa PC (%)	74%	81%	78%
Hogares que usa PC (%)	76%	84%	82%
Líneas móviles por 100 habitantes	112	126	110
Comercio electrónico	367.906		
Particulares que compran en Internet (%)	35%	51%	45%
Empresas que compran en Internet (%)	28%	25%	24%
Empresas que venden en Internet (%)	19%	19%	18%

Fuente: N-Economía(2017) con base en Eurostat. Datos referidos a 2016.

Las compras por comercio electrónico, o coloquialmente denominadas por Internet, se han incrementado de forma notable en los últimos años a medida que se han desarrollado sitios web de mejor acceso (páginas amigables, de fácil acceso y uso) y plataformas de pago cada vez más seguras de compra. A ello se une el acceso que ha evolucionado desde el uso tradicional de Internet a través de ordenadores y tabletas electrónicas al empleo de dispositivos móviles donde los *smartphones* han irrumpido de forma notable. Actualmente, las posibilidades de realizar una compra en línea abarcan prácticamente todo tipo de productos y de bienes. Comparado con el comercio tradicional, el grado de penetración aún no cubre la mitad de la población europea, que podemos entender se encuentra aún inmersa en un proceso de adaptación hacia una alternativa en la modalidad de compra, cada vez con menor reticencia y mayor confianza. Con datos referidos a 2016, un 45% de los habitantes de la UE-28 ha realizado

algún tipo de compra *online* en los últimos tres meses, unos 10 puntos porcentuales por encima del registro en 2012, un porcentaje del 35% que ostenta España en la actualidad. En lo que concierne a las empresas que realizan compras por medio de Internet, aunque también se observa cómo la tendencia a utilizar este canal es creciente, tan solo el 24% de las empresas en la UE-28 realiza sus compras por comercio electrónico. El porcentaje de empresas españolas que realizan compras *online* se sitúa en el 28%, por encima de la media europea.

En el caso concreto de España, los datos más recientes (cuadro 3) publicados en septiembre de 2017 en el INE procedentes de la *Encuesta sobre el uso de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (TIC) y del comercio electrónico en las empresas*, referida al año 2016 y primer trimestre de 2017, reflejan que el uso de Internet es una realidad extendida en las pymes es-

**Cuadro 3**  
Indicadores sobre uso TIC en las empresas españolas

Indicadores	Empresas de más de 10 empleados (% de presencia de cada indicador)
Disponen de ordenadores	99,6%
Tienen conexión a Internet	98,7%
Tienen conexión a Internet y página web	77,7%
Utilizan medios sociales	49,6%
Realizan ventas por comercio electrónico	20,4%
Realizan compras por comercio electrónico	31,4%

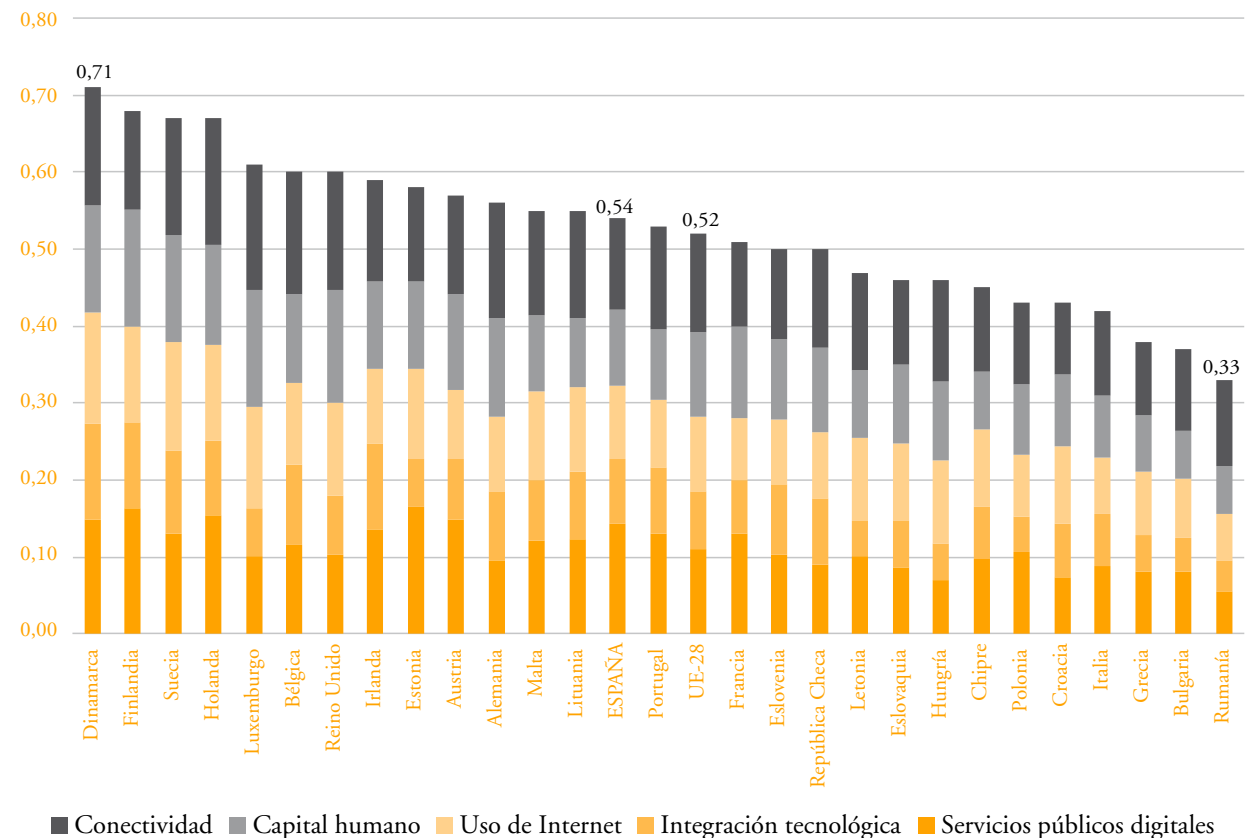
Fuente: INE (2017). Datos referidos a 2016 y primer trimestre de 2017.

pañolas de diez o más empleados, pues el 98,7% disponen de conexión a internet, prefiriendo la conexión por banda ancha móvil (un 82,4%). La visibilidad que proporciona tener una página web es un elemento crucial para una mayor internacionalización de los negocios, siendo ocho de cada diez empresas las que disponen de conexión a Internet y de página web. El 31,4% de las empresas realizaron compras por internet o comercio electrónico, una de cada cinco empresas realizaron ventas por comercio electrónico.

### 3. La economía digital española en el contexto europeo

Para medir el grado de digitalización de un país, y con la finalidad de promover el avance del mercado único digital, la Comisión Europea elabora el Índice de la Economía y la Sociedad Digitales (DESI, *Digital Eco-*

**Gráfico 1**  
Índice de la economía y la sociedad digitales (DESI)



Fuente: Comisión Europea (2017).

*nomy and Society Index*), disponible para varios años. Valora aspectos relacionados con cinco categorías: conectividad (banda ancha, velocidades y precios), capital humano (uso de Internet, competencias digitales), uso de Internet (contenidos, comunicaciones, transacciones), integración de la tecnología digital (digitalización de empresas, comercio electrónico), servicios públicos digitales (administración electrónica). El DESI de 2017 muestra que la UE está avanzando en el desarrollo de la economía digital, pero se manifiesta una amplia brecha de desigualdad entre los países de mejor comportamiento y los de peor desempeño (gráfico 1).

Como señalan en el informe correspondiente, queda tarea por realizar en el ámbito del mercado único digital pues no se desea una Europa digital de dos velocidades y es preciso trabajar conjuntamente para hacer de la UE una economía digital líder mundial. Dinamarca, Finlandia, Suecia y los Países Bajos lideran el Índice DESI de 2017, mientras que España ocupa el puesto número 14 de los 28 estados miembros de la UE, con una puntuación de 0,54, superior a la media de la Unión Europea, ubicándose en el grupo de países de resultados medios de desempeño, mostrando regis-

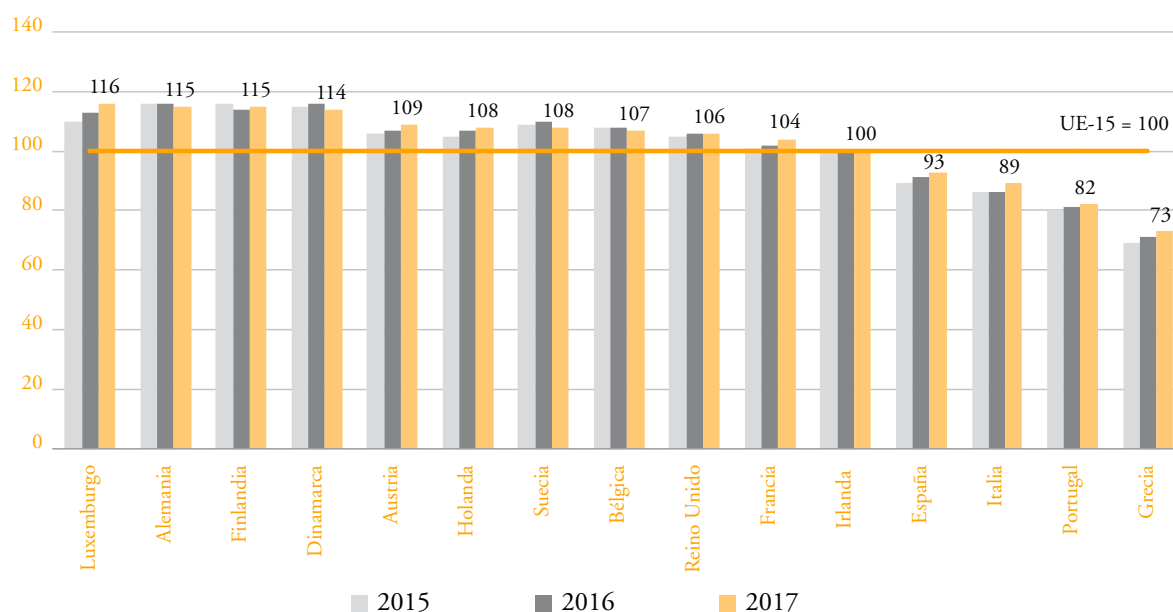
tros relativamente más flojos en la categoría de capital humano debido a las competencias digitales

Para completar esta comparativa de la situación en España y Europa, otra fuente útil e interesante, por su periodicidad y concentración de información, es el indicador europeo de la sociedad de la información y comunicación o indicador sintético de la nueva economía en Europa que elabora N-economía ([www.n-economia.com](http://www.n-economia.com)), proyecto que lidera un grupo universitario de investigación. El indicador, disponible desde 2005, recoge información referida a una selección homogénea de catorce variables significativas de la sociedad de la información con datos procedentes de Eurostat, Euromonitor y Comisión Europea. Los países más aventajados, que superan con holgura la media de la Unión Europea (UE-15 = 100) son Dinamarca, Alemania, Finlandia y Luxemburgo, con puntuaciones entre 116 y 113 puntos. España alcanza 91 puntos, situándose por debajo de la media europea, y por encima de Italia, Portugal y Grecia (gráfico 2).

Las principales diferencias en España respecto al promedio se deben a la elevada distancia existente en da-

### Gráfico 2

#### Indicador sintético de la nueva economía en Europa



Fuente: Comisión Europea (2017).

**Cuadro 4****Indicadores para España en el indicador sintético de la nueva economía en Europa**

Indicadores	Dato España	Dato España (media UE-15 = 100)	Media UE-15	Valor máximo	
Gasto I+D/PIB (%)	1,2	58,8	2,1	Suecia	3,17
Empleos en manufacturas de alta y media-alta tecnología/total empleo (%)	3,9	88,8	4,4	Alemania	9,8
Empleos en servicios intensivos en conocimiento/total empleo (%)	35,9	82,6	43,4	Suecia	53,2
Gasto TIC/PIB (%)	4,9	99,7	4,9	Bélgica, Luxemburgo	10,1
Individuos que acceden habitualmente a Internet, últimos tres meses (%)	81,0	95,3	85,0	Luxemburgo, Dinamarca	97,0
Hogares con acceso a Internet (%)	82,0	94,3	87,0	Luxemburgo	97,0
Hogares con banda ancha (%)	81,0	95,3	85,0	Luxemburgo	97,0
Empresas con banda ancha (%)	97,0	102,1	95,0	Finlandia, Holanda	100,0
Hogares con PC (%)	76,0	90,5	84,0	Holanda	96,0
Empleados que usan PC (%)	58,0	100,0	58,0	Finlandia	76,0
Penetración de la telefonía móvil (%)	111,9	89,1	125,5	Austria	164,0
Individuos con e-commerce en los últimos tres meses (%)	35,0	68,6	51,0	Reino Unido	78,0
Empresas que han recibido pedidos <i>online</i> (%)	28,0	112,0	25,0	Irlanda	42,0
Inclusión digital e interacción con las instituciones públicas (%)	53,0	90,2	58,8	Dinamarca	76,4
Indicador sintético (%)	--	91	100	Alemania	116

Fuente: N-economía (2017) a partir de Eurostat. Datos referidos a 2016.

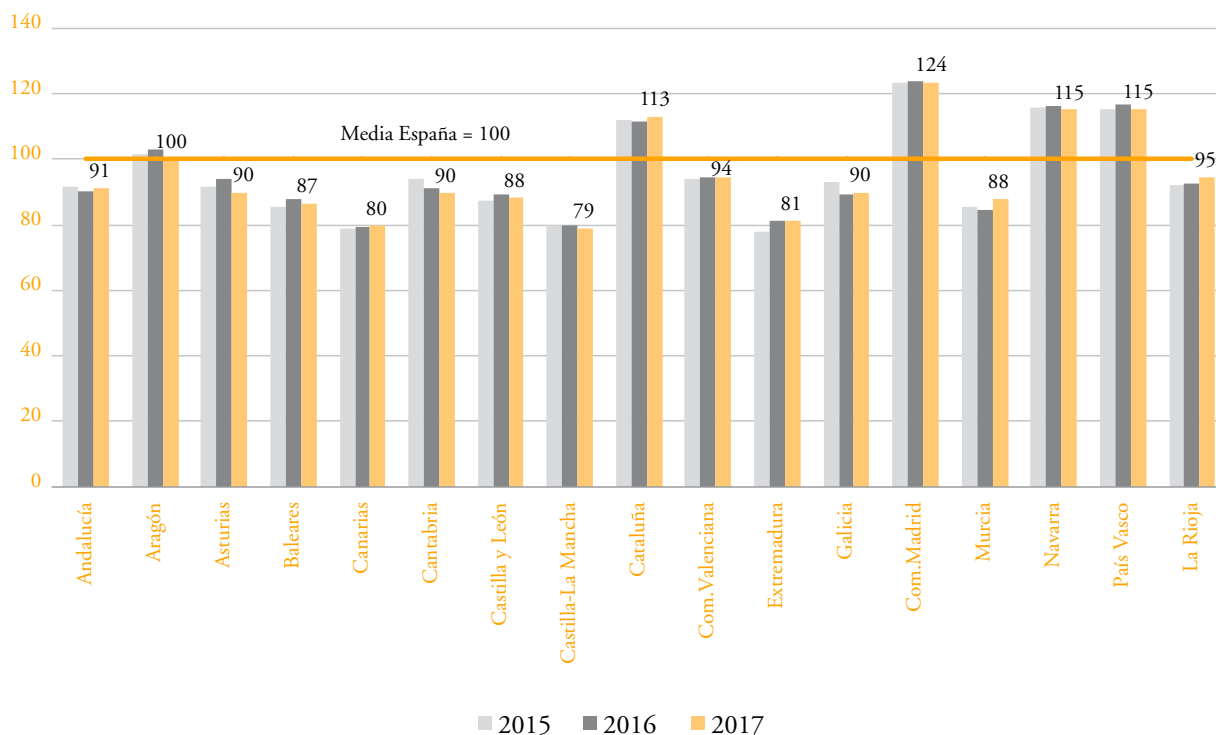
tos referidos al gasto en I+D y al comercio electrónico por personas, mientras que se sitúa con holgura en lo que concierne al porcentaje de empresas que emplean banda ancha. En el cuadro 4 se recogen los resultados para los catorce indicadores que abarca el indicador sintético. Pese a su posición relativa inferior, el indicador en España viene creciendo a una tasa del 6,1%, por lo que de seguir a este ritmo podría converger con la media europea a finales del año 2021.

#### 4. La economía digital en las regiones españolas

La mayoría de los indicadores señalados está disponible para el detalle por comunidades autónomas o regiones españolas. Más interesante que visualizar en cada uno de ellos el desempeño regional es mostrar los resultados de un indicador sintético. Sirve de referencia el indicador sintético de penetración regional de la nueva economía (ISNE) que elabora N-economía agregando indicadores clave para cuatro com-

**Gráfico 3**

**Indicador sintético de penetración regional de la nueva economía (ISNE)**



Fuente: N-economía (2017b). Datos referidos a 2017.

ponentes o subindicadores: innovación tecnológica, empresas, hogares y administración pública. Esta medida única proporciona una comparativa de manera global entre las distintas regiones sobre la situación y desarrollo regional de la nueva economía, las TIC y la sociedad de la información, facilitando así la interpretación del estado actual de la economía digital por regiones (gráfico 3).

Los resultados del indicador para 2017 muestran que, al igual que en años anteriores las regiones situadas en las primeras posiciones en cuanto a resultados de la economía digital (referencia España = 100) son Comunidad de Madrid (124), País Vasco (115), Navarra (115), Cataluña (113) y Aragón (100). Analizando las categorías que lo componen, la Comunidad de Madrid alcanza valores máximos en el ámbito de la Innovación, seguida de País Vasco y Navarra. En el ámbito de las empresas, la Comunidad de Madrid y Cataluña ocupan la primera posición. En el apartado de difusión

en los hogares, la Comunidad de Madrid presenta el mayor valor seguida del País Vasco. Finalmente, en el ámbito de interacción con las administraciones públicas, vuelve a liderar la Comunidad de Madrid junto con Navarra.

### 5. Conclusiones

Con la finalidad de promover e impulsar la transformación digital se diferencian dos ámbitos de actuación y de desarrollo de la economía digital, la parte que corresponde al sector privado y al sector público. En términos de los ciudadanos españoles, los indicadores consultados manifiestan que llevan a cabo una serie de actividades regulares en conexión a Internet parecida a la que realizan los demás ciudadanos europeos, mostrando menor intensidad en la utilización de servicios bancarios y en el volumen total de compras en línea. Aunque cada vez hay más españoles con posibilidad efectiva de acceso a Internet, los niveles de competen-

cias digitales básicas y avanzadas siguen siendo inferiores a la media de la UE.

En el ámbito empresarial español, se ha avanzado de manera positiva en la integración de la tecnología digital por parte de las empresas. En la actualidad se constata que hay más empresas españolas que aprovechan las posibilidades que ofrece el comercio en línea y también más empresas que, a su vez, venden en línea. Una cuarta parte de las pymes españolas emplea habitualmente la facturación electrónica, un porcentaje superior a la media de la UE (18%). La estrategia digital es un factor de especial relevancia a la hora de impulsar la internacionalización de las empresas innovadoras, propiciando su mayor visibilidad global, pero choca con la situación real en España. En la estructura industrial española existe una elevada concentración de pymes y la mayoría opera en sectores tradicionales de bajo contenido tecnológico.

En el ámbito del sector público, España es uno de los países de la UE con un mayor nivel de interacción en línea entre las autoridades públicas y los ciudadanos. Como se señala en el detalle por países del informe de la Comisión Europea (2017) referido al progreso digital en Europa, el 40% de los usuarios de Internet de España utilizan de manera activa servicios de administración electrónica, aunque aún deben mejorarse los indicadores basados en los formularios pre-cumplimentados y la información accesible de la administración electrónica. Otro aspecto a considerar es la dificultad que añade la estructura descentralizada de España, que cuenta con entidades administrativas centrales, regionales y locales, y genera obstáculos al establecimiento de servicios de administración electrónica de alcance nacional.

Finalmente, nada más claro que recoger los comentarios de dos de las fuentes utilizadas. Como señala la OCDE (2015): *La economía digital brinda una oportunidad única de fomentar la innovación y el crecimiento inclusivo, pero plantea algunos retos, como incrementar la confianza en ella, que es un valor permanente de primordial importancia que debemos preservar*. La confianza y

la preservación de la identidad son dos factores muy importantes y aquí juega un papel muy relevante la ciberseguridad y la prevención de delitos informáticos. La repercusión y las sinergias positivas que genera en otros sectores es un elemento clave en el desarrollo de la economía digital: *El impacto socioeconómico de las TIC es muy positivo y es realmente perceptible, en programas de e-learning, de e-health, e-government, etc., algo tan tangible como la reducción de muchos costes de desplazamiento, de dinero y de tiempo. Este es el verdadero estímulo para seguir potenciando, perfeccionando y optimizando las nuevas tecnologías de la información y comunicación, siendo cada vez más útiles para todos*, N-economía (2017).

Lo cierto es que el pleno potencial de la economía digital no se ha desarrollado en todas sus posibilidades, quedando algunos retos y objetivos señalados en la agenda digital española aún pendientes de alcanzar. Pero es evidente que la importancia y posibilidades de la economía digital es un hecho constatado y, además, es el futuro que ya está aquí.

## BIBLIOGRAFÍA

- Comisión Europea (2017), «Europe's Digital Progress Report 2017», *Commission staff working document*, European Commission, Bruselas.
- INE (2017), «Encuesta sobre el uso de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (TIC) y del comercio electrónico en las empresas», INE, Madrid.
- N-economía (2017), «Penetración regional de la nueva economía», CEPREDE N-Economía, Madrid.
- N-economía (2017b), «Perspectivas económicas y empresariales N-economía», CEPREDE N-Economía, Madrid.
- OCDE (2015), «Perspectivas de la OCDE sobre la economía digital 2015», OECD Publishing, París.
- OECD (2017), «OECD Digital Economy Outlook 2017», OECD Publishing, París.
- ONTSI (2017), «Informe anual del sector TIC y de los contenidos en España 2017», Observatorio Nacional de las Telecomunicaciones y la Sociedad de la Información, Red.es, Madrid.
- Tapscott, D. (1995), «La economía digital: promesa y peligro en la era de la inteligencia de redes», McGraw-Hill, Nueva York.

# EL IMPACTO DE LA SEQUÍA EN EL SUMINISTRO DE AGUA Y ENERGÍA

**Pilar Gracia de Rentería, Mario Ballesteros Olza y Amelia Pérez Zabaleta**

*Cátedra AQUAE de Economía del Agua. UNED*

### RESUMEN

El suministro de agua y energía en España ha estado fuertemente marcado por la sequía durante el año 2017. Por un lado, ha condicionado la producción de energía hidráulica, teniendo que recurrir a fuentes más contaminantes y caras, como el carbón, con el consiguiente impacto en el precio de la energía y en las emisiones de CO<sub>2</sub>. Por otro lado, también ha dificultado el abastecimiento de agua, siendo 2017 un año marcado por los cortes y restricciones en el uso de agua. Sin embargo, la escasez de este recurso no se ve reflejada en su precio, lo que dificulta la contención del consumo y limita la inversión en el sector.

### PALABRAS CLAVE

Industria no manufacturera, Energía, Agua, Sequía.

## 1. Principales macromagnitudes

El Instituto Nacional de Estadística define la industria no manufacturera como la suma de la industria extractiva; el suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado; y el suministro de agua, saneamiento, gestión de residuos y descontaminación.

En 2017, la industria no manufacturera ha representado el 20,57% del PIB industrial y el 3,37% del PIB total de la economía española (INE, 2017). Esto implica que el PIB del sector ha ascendido a 38.934,67 millones de euros, de los cuales el 68% lo representa la industria de suministro de energía, seguida de la industria de suministro de agua (27%) y de la industria extractiva (5%). La evolución del sector en los últimos años ha sido muy favorable, experimentando un incremento en términos reales del 82% durante el periodo 2005-2017. Si bien en 2013 y 2014 se redujo ligeramente el PIB, en los tres últimos años la tendencia ha retornado claramente positiva (gráfico 1).

En términos de empleo, el sector ha representado el 10,85% del empleo industrial en 2017 y el 1,54% del empleo total de la economía española; ascendiendo a un total de 237.048 trabajadores (INE, 2017). La distribución del empleo por ramas de actividad es signifi-

cativamente dispar del reparto del PIB, ya que el 64% del empleo del sector se localiza en la industria de suministro de agua, seguido de la industria de suministro de energía (24%) y de la industria extractiva (12%). La evolución del empleo muestra un incremento de más del 9% en el periodo 2005-2017 (gráfico 1). Su trayectoria ha sido algo más pronunciada que la seguida por el PIB, incrementándose hasta 2010, para después disminuir durante los años de mayor dureza de la crisis. Igual que en el caso del PIB, en los últimos tres años la tendencia ha retornado positiva (con un incremento superior al 5% desde 2015).

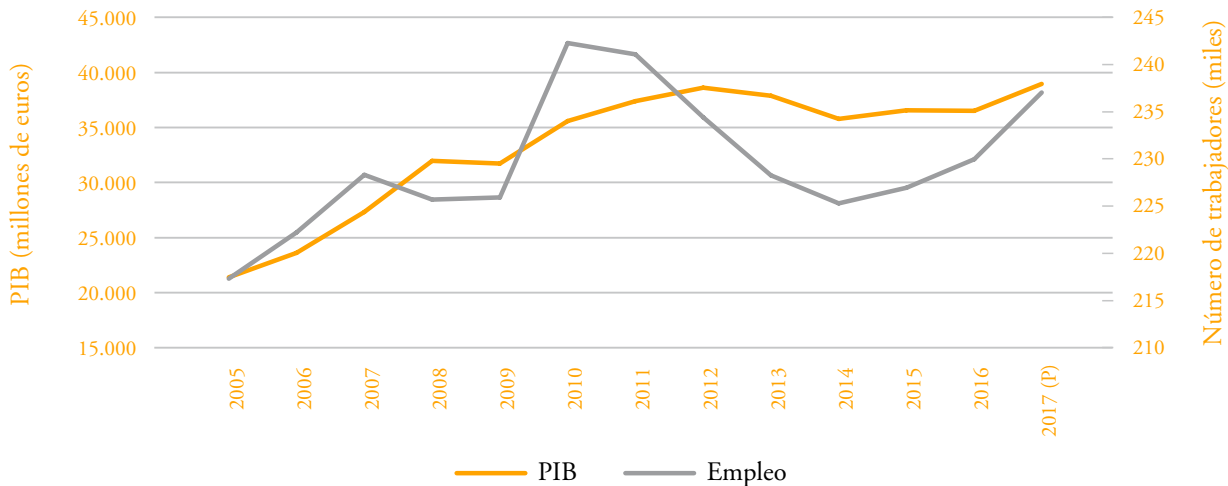
En lo que sigue, vamos a desgranar cada una de las industrias que componen este sector y a cuantificar los efectos que ha tenido en este sector la grave sequía que ha acuciado nuestro país en 2017.

## 2. El suministro de energía eléctrica: fuertemente condicionado por la hidroeléctrica

La demanda de energía eléctrica en 2017 ha sido de 268,5 TWh, lo cual ha supuesto un ligero incremento (1,3%) respecto al año anterior (REE, 2017a). Con esto, la demanda energética aumenta por tercer año

Gráfico 1

## PIB de la industria no manufacturera



*Notas:* Las magnitudes monetarias están expresadas en términos reales a precios de 2017. El dato del último trimestre de 2017 es provisional y ha sido estimado a partir de los datos de los otros tres trimestres del año. El dato de empleo es medido a través del empleo equivalente a tiempo completo asalariado.

*Fuente:* Elaboración propia a partir de INE (2017).

consecutivo, lo que supone un aumento del 4% respecto al valor de 2014. Además, esta tendencia rompe con la ocurrida entre 2008 y 2014, en la que se produjo un descenso en la demanda energética del 8,2%.

La generación de energía eléctrica ha sido de 262,8 TWh en 2017, tan solo un 0,2% superior respecto al año 2016 (REE, 2017a). En cuanto a la tendencia general en la última década, la producción energética ha descendido un 11,2% respecto al 2008. Por otro lado, se puede observar que la producción de energía eléctrica ha sido inferior a la demanda en 2017, lo cual se debe al saldo positivo (importador) de los intercambios de energía eléctrica con los países colindantes (Francia, Portugal, Andorra y Marruecos) en este año.

Si atendemos a la cobertura de la demanda energética (gráfico 2), según REE (2017b), la energía nuclear presenta la mayor contribución, con un 20,4%, seguido de la energía eólica, que destaca como la principal energía renovable, con una contribución del 17,5%. A continuación aparecen el carbón (17,1%) y el ciclo combinado (14,5%). El conjunto de energías renovables (incluyendo la energía hidráulica) suma una aportación del 31,5%.

Al establecer una comparativa con los valores del año anterior, destaca especialmente el descenso en la contribución de la energía hidráulica, la cual se ha visto reducida prácticamente a la mitad, pasando de un 14,8% a un 7,5%, lo cual explica el aumento en las contribuciones del carbón (+3%) y del ciclo combinado (+3,5%). Este importante descenso en la producción de energía hidráulica se debe, principalmente, a que este año ha estado muy marcado por los efectos de una sequía que ya es considerada como una de las más severas en la historia reciente de nuestro país.

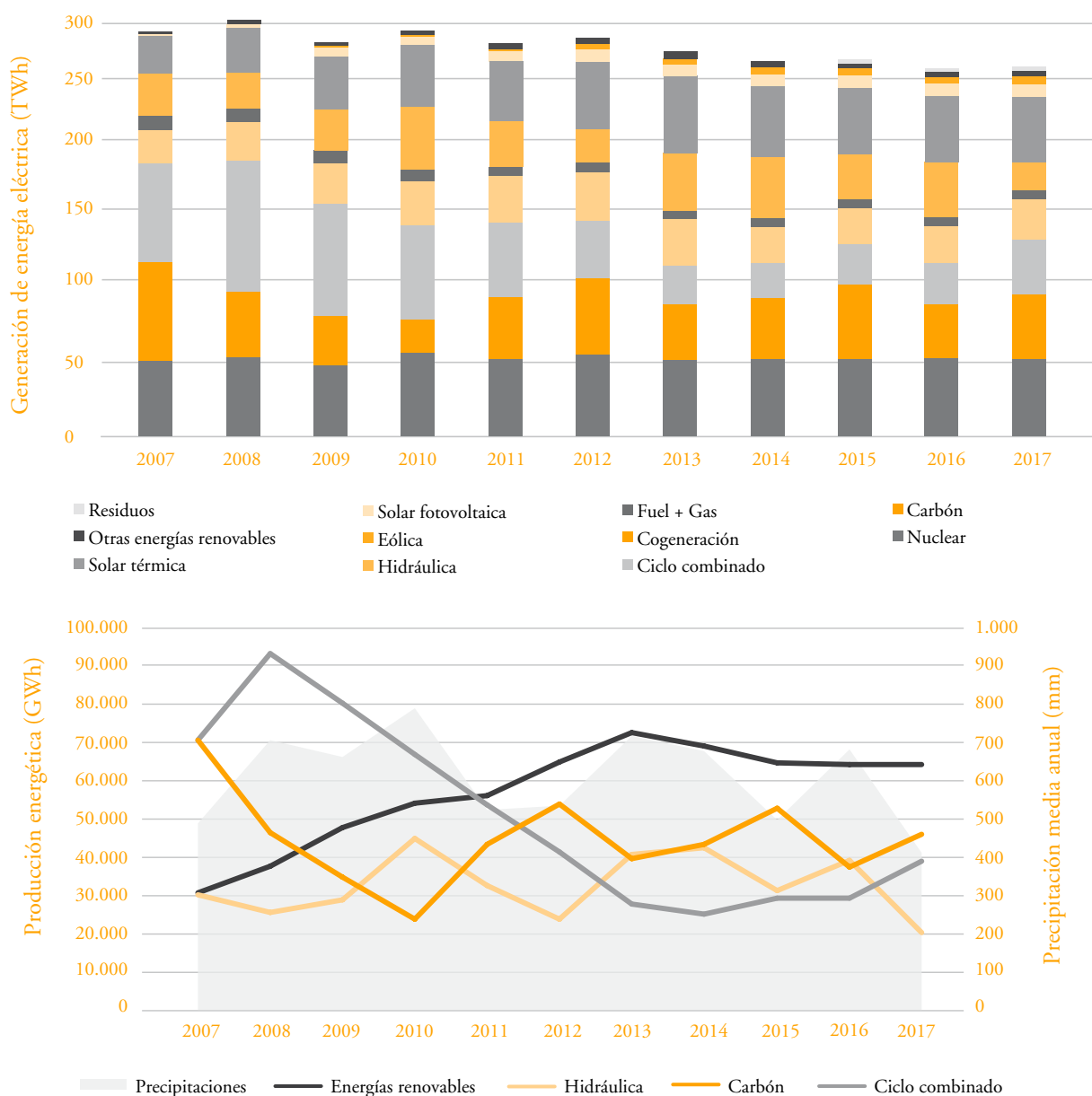
El Ministerio de Agricultura y Pesca, Alimentación y Medio Ambiente define la sequía como *una anomalía transitoria, más o menos prolongada, caracterizada por un periodo de tiempo con valores de las precipitaciones inferiores a los normales en el área*. En este caso, la precipitación media anual en el año hidrológico 2016/17 (de octubre a septiembre) ha sido de 552 mm (AEMET, 2018). Este valor se sitúa un 14,8% por debajo de los valores normales, correspondientes a la serie 1981-2010.

Fruto de este descenso en las lluvias, la cantidad de agua embalsada en España se ha reducido notablemente respecto al año anterior. La reserva hidráulica, a fecha de 1 de enero de 2018, fue de 21.832 hm<sup>3</sup>, lo que



### Gráfico 2

Evolución de la producción energética (arriba) y contraste con la lluvia media anual (abajo)



NOTAS: En el primer gráfico está representada la generación de energía, que difiere de la demanda en que no están imputados ni el gasto energético de los bombeos, ni el saldo positivo/negativo de los intercambios internacionales. En el segundo gráfico, las energías renovables no incluyen la hidráulica, que ya está representada en el propio gráfico.

Fuente: Elaboración propia a partir de REE (2017b) y AEMET (2018).

equivale a un 38,9% de la capacidad total (MAPAMA, 2018). Esto supone un descenso del 23,6% respecto a 2016, así como un 33% menos que la reserva hidráulica media en los últimos cinco años. En el caso de la reserva disponible para los embalses hidroeléctricos, al

cierre de 2017 la cantidad embalsada fue 8.773 hm<sup>3</sup>, un 10,4% inferior al año anterior y un 20,2% por debajo del valor medio en los últimos cinco años.

Como consecuencia de este decremento en la reserva embalsada, la producción de energía hidráulica se sitúa

en 2017 en su valor más bajo en los últimos diez años, con una aportación de 20,2 TWh, un 38,2% inferior al valor medio entre 2007 y 2017 (gráfico 2).

Este descenso en la contribución de la producción hidráulica tiene como respuesta un aumento en la contribución de la energía producida a partir de la combustión del carbón, tal y como puede apreciarse en el gráfico 2 para los años 2012, 2015 y 2017. Esta energía derivada del carbón es más costosa y menos sostenible, lo cual tiene un impacto en el precio que pagamos por la electricidad, así como en las emisiones de CO<sub>2</sub> derivadas de la generación eléctrica.

El precio de la electricidad al que hacen frente los consumidores domésticos en el primer semestre de 2017 fue de 0,2296 euros/kWh (Eurostat, 2017), el cual supone un incremento del 4,8% respecto al dato del primer semestre de 2016 (0,2185 euros/kWh). Por otra parte, según los datos de REE (2018c), las emisiones de CO<sub>2</sub> derivadas de la generación eléctrica se han visto incrementadas en un 23,7%, tomando como referencia las emisiones de CO<sub>2</sub> entre enero y octubre de 2017 (60 millones de toneladas) y las emisiones del mismo periodo para 2016 (48,5 millones de toneladas). Esto es debido al reemplazo de la energía hidráulica (cero emisiones de CO<sub>2</sub>) por la energía producida a partir del carbón y del ciclo combinado, las cuales representan un 56 y un 19%, respectivamente, del total de CO<sub>2</sub> emitido por el sector energético.

### 3. El suministro de agua urbana: un sector con grandes retos que afrontar

La grave sequía que ha acuciado nuestro país en 2017 no solo ha condicionado la producción energética, sino que también se ha hecho notar intensamente en el sector de abastecimiento y saneamiento de agua urbana. Y no solo en zonas con recurrentes problemas de escasez de agua, como las cuenca del Júcar o el Segura, que han finalizado el año al 25,3 y al 14,4% de capacidad, respectivamente (MAPAMA, 2018), sino también en regiones poco acostumbradas a lidiar con problemas de falta de agua. Sirvan como ejemplo los problemas de abastecimiento de agua y de cortes de suministro sufridos en algunas zonas de Galicia durante el verano.

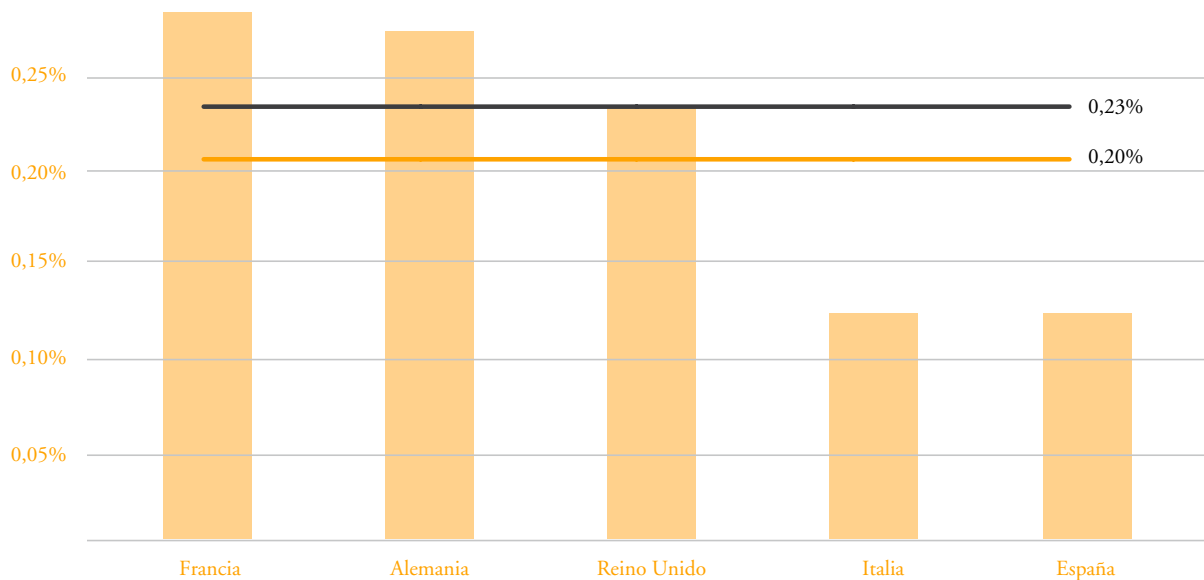
Sin embargo, esta fuerte y creciente escasez de agua no se ha visto reflejada en su precio, a diferencia de lo que sucede, por ejemplo, con el precio de la energía. Así, el precio del agua en España se sitúa como media en 1,77 euros/m<sup>3</sup>, muy por debajo de la media de la Unión Europea, en torno a los 3 euros/m<sup>3</sup> (AEAS-AGA, 2016). Con estos niveles, las tarifas del agua no solo no recogen adecuadamente el verdadero valor del agua y su escasez, sino que ni siquiera logran cubrir la totalidad de los costes de operación y mantenimiento necesarios para la prestación del servicio. Esta falta de recuperación de costes, que es uno de los objetivos prioritarios establecidos en la Directiva Europea Marco del Agua, implica una ineficiencia en el uso del agua (ya que las reducidas tarifas no incentivan un uso responsable) y una falta de recursos económicos para llevar a cabo las inversiones necesarias en el sector.

Sin duda, esa falta de inversión en infraestructuras de agua es una de las mayores preocupaciones del sector, pues esta se sitúa en niveles bastante reducidos y muy inferiores a los de los principales países de nuestro entorno. Así, España únicamente invierte el 0,11% de su PIB (Kearney, 2015), la mitad que en países como Francia, Alemania o Reino Unido, y por debajo incluso de Italia (gráfico 3). Además, la inversión ha ido reduciéndose progresivamente en los últimos años, fruto de la crisis económica y de la situación de las finanzas de las Administraciones públicas.

Esa falta de inversión se ha traducido en un importante déficit estructural de infraestructuras y en una falta de mantenimiento de la red. Así, en la actualidad, el 41% de las redes de distribución en España tienen una antigüedad superior a los treinta años (AEAS-AGA, 2016). Esto tiene severas consecuencias en términos de fugas, que inciden directamente en el nivel de eficiencia del sector; algo especialmente preocupante en años como 2017 donde se conjugan escasez de agua y pérdida de recursos por deficiencias en la red. En concreto, el volumen de agua no registrada en nuestro país asciende al 23% (AEAS-AGA, 2016), lo que ha provocado que en 2017 muchos municipios con un elevado porcentaje de fugas hayan realizado cortes nocturnos en el suministro de agua con el fin de contener la pérdida de agua en las épocas de mayor sequía sin perjudicar a la población. No obstante, donde la falta de inversión en

**Gráfico 3**

**Comparativa del nivel de inversión en infraestructura de agua**  
(porcentaje PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de Kearney (2015).

los últimos años se ha hecho más patente es en la escasez de instalaciones de aguas residuales, siendo España el segundo país europeo, después de Italia, con mayor número de sanciones por incumplir la legislación europea en materia de depuración de agua urbana.

Pero, sin duda, el sector también ha logrado importantes avances en los últimos tiempos. En este sentido, por ejemplo, España es uno de los países líder en reutilización de agua. Nuestro país cuenta con unas 2.000 estaciones depuradoras de aguas residuales (EDAR), que tratan un total de 4.097 hm<sup>3</sup> (AEAS-AGA, 2016). El 9% de ese volumen es reutilizado y empleado de nuevo en la agricultura (41%), el riego de zonas verdes (31%), la industria (12%) u otros usos (19%).

Este tipo de prácticas han ido promoviendo un modelo de economía circular en el que las nuevas tecnologías, la innovación y el conocimiento proporcionan los mejores instrumentos para aportar soluciones renovadoras y mejorar la eficiencia en el abastecimiento y saneamiento del agua. Y en particular, la eficiencia en el saneamiento del agua es una pieza clave, ya que la disponibilidad de agua regenerada de la calidad suficiente

para poder ser reutilizada puede ayudar a abordar los problemas de escasez de agua en muchas regiones.

Y en este sentido hay que reconocer que el sector del agua en España ha experimentado una transformación digital y tecnológica sin precedentes, que ha permitido mejorar la eficiencia de los servicios de agua urbana. Esto sitúa a España a la cabeza de Europa en tecnificación, fortaleza que debemos potenciar para hacer frente al cambio climático y los desafíos futuros que este plantea.

#### 4. Conclusión

España ha vivido en 2017 la peor sequía de los últimos veinte años. Esto ha afectado a múltiples sectores económicos, pero muy especialmente a las industrias de suministro de agua y energía. La falta de precipitaciones ha derivado en serios problemas de suministro de agua en la mayor parte del país. Pero también ha condicionado el mix energético, aminorando la producción de energía hidroeléctrica y haciendo necesaria una mayor aportación del carbón.

Y las perspectivas de futuro no son nada alentadoras, pues se espera que las consecuencias del cambio climático deriven en sequías cada vez más severas y recurrentes. Esto hace imprescindible el desarrollo de tecnologías que permitan un uso más eficiente de los recursos hídricos en estos sectores; así como promover un modelo de economía circular que permita que el valor del agua se mantenga durante el mayor tiempo posible en la economía.

### BIBLIOGRAFÍA

- AEAS-AGA (2016), «XIV Estudio Nacional de Suministro de Agua Potable y Saneamiento en España 2016», Asociación Española de Abastecimiento y Saneamiento - Asociación Española de Empresas Gestoras de Servicios de Agua Urbana.
- AEMET (2018), «Resúmenes climatológicos 2007-2017. España», Agencia Estatal de Meteorología. Disponibles en: [http://www.aemet.es/es/serviciosclimaticos/vigilancia\\_clima/resumenes](http://www.aemet.es/es/serviciosclimaticos/vigilancia_clima/resumenes) (actualizado a 01/01/2018).
- Eurostat (2017), «Electricity prices for household consumers - bi-annual data (from 2007 onwards)», Eurostat Database. Disponible en: <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submit-ViewTableAction.do> (actualizado a 22/11/2017).
- Kearney, A. T. (2015), «Áreas prioritarias para una inversión sostenida en infraestructuras en España», Kearney, A. T.
- INE (2017), «Contabilidad Nacional de España», Instituto Nacional de Estadística. Disponible en: [http://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736164439&menu=ultiDatos&idp=1254735576581](http://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736164439&menu=ultiDatos&idp=1254735576581).
- MAPAMA (2018), «Boletín Hidrológico Semanal», núm. 01, Ministerio de Agricultura y Pesca, Alimentación y Medio Ambiente. Disponible en: <http://www.mapama.gob.es/agua/temas/evaluacion-de-los-recursos-hidricos/boletin-hidrologico/>.
- REE (2017a), «Avance del informe del Sistema Eléctrico Español 2017», Red Eléctrica de España.
- REE (2017b), «Balance eléctrico mensual nacional», Red Eléctrica de España. Disponible en: <http://www.ree.es/es/estadisticas-del-sistema-electrico-espanol/series-estadisticas/series-estadisticas-nacionales>.
- REE (2017c), «Emisiones de CO<sub>2</sub> asociadas a la generación mensual nacional», Red Eléctrica de España. Disponible en: <http://www.ree.es/es/estadisticas-del-sistema-electrico-espanol/series-estadisticas/series-estadisticas-nacionales>.

PLAN DE PENSIONES DEL COLEGIO  
DE ECONOMISTAS DE MADRID

## NOS PREOCUPAMOS HOY POR SU TRANQUILIDAD DE MAÑANA

El Plan de Pensiones del Colegio de Economistas de Madrid está diseñado en exclusiva para sus colegiados, y le permitirá vivir el futuro disfrutando desde hoy de sus ventajas fiscales y de la interesante rentabilidad que ofrece este Plan. Venga a vernos y compruébelo.



**Bankia**  
pensiones >

bankia.es

Promotor del Plan de Pensiones: Ilustre Colegio de Economistas de Madrid  
Entidad Gestora: Bankia Pensiones S.A., EGFP.  
Entidad Depositaria: Bankia S.A.

# OTRO AÑO PRODIGIOSO PARA EL TURISMO ESPAÑOL

**Ángeles Alarcó**

*Presidenta y Consejera Delegada de Paradores de Turismo*

### RESUMEN

El pasado ejercicio ha sido otro año prodigioso para el turismo en España, que encadena cinco años consecutivos de crecimiento. La fuerte demanda internacional ha sido el principal motor de este crecimiento. En este artículo se analizan en profundidad la evolución en 2017 del primer sector productivo español y las razones tanto estructurales como coyunturales de esta marcha positiva, así como los principales retos y perspectivas que afronta esta industria para este año.

### PALABRAS CLAVE

Turismo, Paradores, Hoteles, Hostelería.

Es innegable que 2017 ha sido otro año de éxito para el turismo español. Si hay un sector por el que España puede sacar pecho, este es el turismo. De acuerdo con los datos de Exceltur, el PIB turístico ha crecido un 4,4% y se han creado 77.501 nuevos empleos en la industria. Este sector ha generado uno de cada cuatro empleos creados en España desde 2013, más concretamente, el 26,8%

Este es el quinto ejercicio consecutivo en que el PIB turístico registra tasas de crecimiento positivas y el octavo en el que presenta una mejor evolución que el producto interior bruto del conjunto de la economía española.

No cabe duda que la fórmula del éxito que ha tenido nuestro país, para llegar a ser líderes turísticos a nivel mundial, ha sido generar valor desde muchos ámbitos, en un sector muy transversal, por lo que todos los ministerios y las consejerías de las comunidades autónomas lo tienen en cuenta a la hora de formular sus estrategias, ya que representa el 11,5% del PIB español.

Nuestra oferta turística tiene un *mix* inmejorable: infraestructuras, seguridad, servicio, clima, paisajes, patrimonio y, cómo no, gastronomía, que nos han convertido en un referente a nivel mundial. Oferta que no solo hay que conservar sino también mejorar.

La inversión, tanto desde la actividad pública como privada, ha sido determinante para mejorar estas cifras y además ha permitido aprovechar con éxito su buena base. Es evidente cómo se han mejorado los cascos históricos, los paseos marítimos, los puertos, aeropuertos, o nuestra red ferroviaria, hospitales, etc., sin olvidar la continua promoción de España como destino turístico en todo el mundo.

Las empresas hoteleras han reformado sus establecimientos y lo siguen haciendo, para hacer frente a la gran competencia que ha surgido en otros destinos. En aras de rentabilizar ese importante esfuerzo inversor, la estrategia ha sido, y es, posicionar el producto turístico español en los segmentos de clientes de alto valor añadido, con mayor gasto por turista, que son los que mayores ocupaciones registran, y así mejorar la estancia media y tener una estacionalidad menos acusada.

En 2017 el número de viajeros que se han alojado al menos una noche en los hoteles españoles ha ascendido a 103,5 millones de personas, un 3,7% más que en 2016, de acuerdo con los datos provisionales publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE). La fuerte demanda por parte de los turistas extranjeros ha constituido el principal motor de esta evolución positiva. El volumen y crecimiento de los viajeros extran-

jeros (53,3 millones y un 5,91%, respectivamente), supera la evolución registrada por el turismo nacional (50,2 millones y 1,38%). El número de pernoctaciones en establecimientos hoteleros superó los 340 millones, con un alza del 2,68%. De ellas, 225 millones (un 66%) corresponden a viajeros extranjeros y 115 millones –el tercio restante– a viajeros españoles.

La inversión en Paradores, también ha sido importante. Desde 2013, los ingresos de explotación de Paradores han crecido un 33% y el EBITDA se ha multiplicado por cuatro. El número de habitaciones/noche y de cubiertos ha crecido un 31 y un 28%, respectivamente. Esta evolución ha permitido incrementar las inversiones en la mejora de sus establecimientos, que para el periodo 2017-2020 superan los 175 millones de euros. Además, al igual que otros operadores hoteleros españoles, ha puesto el foco en nuevos mercados. Para ello, ha desarrollado nuevos canales de distribución, fundamentalmente OTA (agencias de viajes *online*), que permiten llegar a mercados remotos y de enormes dimensiones, que de otro modo serían inaccesibles, como China, sin olvidar su cliente directo que es su gran activo.

Paradores, que este año celebra su noventa aniversario, ha contribuido sin duda a este espectacular desarrollo del turismo español y de la economía del país, en cuyo transcurso la cadena ha crecido en número de establecimientos, de servicios, de empleados y, sobre todo, de clientes. En 2017 su evolución ha sido mejor que la del sector en su conjunto. El ejercicio ha sido el de la consolidación de la rentabilidad y el crecimiento, tras el periodo de crisis vivido hasta 2015. En términos comparables (excluyendo el efecto de los cierres temporales de establecimientos para su rehabilitación), el número de habitaciones vendidas ha crecido un 4% (2,68% en el sector), con un aumento del 2,5% del precio medio por habitación. La facturación creció un 5% y el EBITDA, un 8%.

Solamente en el último año el índice de precios hoteleros (IPH), que publica el Instituto Nacional de Estadística, refleja un aumento del 6,4% en 2018, superando en casi un punto el 5,5% registrado en 2017. Al mejorar el producto de nuestro parque hotelero, de nuestros restaurantes y de toda nuestra oferta turística en general, aumenta el gasto medio por turista.

Por otra parte, cabe destacar también la positiva evolución del ingreso medio por turista, que ha aumentado un 1,5%, según datos de Exceltur basados en las estadísticas del Banco de España. Este incremento –el primero desde 2012– se ha producido a pesar de un descenso en la duración de la estancia media por turista. El alza es consecuencia de la presión de la demanda sobre los precios del alojamiento y del aumento del número de turistas procedentes de mercados con mayor gasto por turista (Rusia, EE.UU., Asia y Latinoamérica), de acuerdo con los datos de la Encuesta de Gastos Turísticos (Egatur).

Estas excelentes cifras se han producido además en una coyuntura en la que han confluído varios factores que dañan la capacidad de atracción turística por parte de España: los atentados en Barcelona y Cambrils; la crisis política en Cataluña, con los consiguientes perjuicios para la imagen de la comunidad autónoma por las imágenes de conflictos difundidas por los medios de todo el mundo; el *Brexit* y la devaluación de la libra esterlina (los británicos componen el grupo más numeroso de turistas que viajan a España); la recuperación de los principales destinos turísticos competidores tradicionales de España, como Egipto, Túnez y Turquía, países que en su conjunto han visto crecer su número de visitantes extranjeros en 8,5 millones de turistas en los once primeros meses de 2017; las huelgas en algunos aeropuertos, o la aparición de la *turismofobia*, muchas veces generada por la aparición de plataformas de alquiler de viviendas con fines turísticos, que están contribuyendo también a la masificación del turismo, fundamentalmente en los segmentos de menor gasto por turista, y alimentando esa contestación social al turismo, que se ha traducido en la adopción de medidas restrictivas al desarrollo de nuevos establecimientos hoteleros en algunas ciudades.

### 1. Competitividad

Los factores coyunturales se entrelazan con los estructurales, para explicar la fortaleza de España como destino turístico, poniendo de manifiesto también el hecho de que es el primer país del mundo en competitividad turística, de acuerdo con el último informe del Foro Económico Mundial sobre Competitividad del Sector de Viajes y Turismo, publicado en 2017. Nuestro país

lidera este *ranking* de 136 países, que se publica cada dos años, por segunda vez consecutiva.

Esta posición competitiva privilegiada es consecuencia de varios factores:

- Gran oferta de plazas hoteleras, en su mayoría de categoría superior (4 y 5 estrellas) y con una relación calidad-precio muy favorable. España es el segundo país de Europa en tamaño de su parque hotelero.
- Infraestructuras de transporte por carretera, tren y avión. Nuestro país cuenta con 31.140 km de carreteras, 15.460 km de vías de ferrocarril (2.900 km de alta velocidad) y 47 aeropuertos.
- Oferta de turismo de naturaleza. España es el segundo país del mundo en número de reservas de biosfera de la Unesco y es el segundo país de Europa en superficie de espacios naturales protegidos, con 14 parques nacionales y 147 parques naturales.
- Diversidad de productos turísticos.
- Calidad del sistema sanitario.
- Recursos culturales y de viajes de negocios.

### 2. Turismo español

Durante el pasado ejercicio, la otra cara de la moneda ha sido el comportamiento del turista español, que ha optado en mayor medida por viajar al exterior.

El número de pernoctaciones por parte de residentes españoles en los hoteles de nuestro país registró un descenso del 1,8% respecto a 2016.

En el caso de Paradores de Turismo, sin embargo, los clientes nacionales han crecido en igual medida que los extranjeros, lo que es especialmente relevante dado que el 60% de los clientes de la cadena son españoles, debido a su componente de establecimientos de interior. En el caso de los clientes de otras nacionalidades destaca el crecimiento de los estadounidenses y los chinos.

En 2017 la evolución en Paradores, que este año celebra su 90 aniversario, ha sido mejor que la del sector en su conjunto. El ejercicio ha sido el de la consolidación de la rentabilidad y el crecimiento, tras el periodo

de crisis vivido hasta 2015. En términos comparables (excluyendo el efecto de los cierres temporales de establecimientos para su rehabilitación), el número de habitaciones vendidas ha crecido un 4% (2,68% en el sector), con un aumento del 2,5% del precio medio por habitación. La facturación creció un 5% y el EBITDA, un 8%.

La evolución de la actividad turística en España no ha sido homogénea a lo largo del año. En el cuarto trimestre el crecimiento se ha moderado. En octubre y noviembre de 2017, últimos meses con información disponible en el momento de redactar este documento, el turismo en España creció un 2,9%. La incidencia de los factores adversos señalados anteriormente explica esta ralentización:

- La inestabilidad política en Cataluña, que ha generado un descenso del 9,6% en los ingresos hoteleros en octubre y noviembre, según los datos del INE, e incluso mayor en el mes de diciembre, de acuerdo con todas las estimaciones. Dado el peso de Cataluña en el turismo español, los efectos de esta caída en la actividad se dejan sentir en el conjunto del país. Exceltur estima que esta situación de inestabilidad ha traído 0,3 puntos porcentuales al crecimiento total del PIB turístico de España para el conjunto del año.

Barcelona, escenario de unos conflictos que han sido ampliamente difundidos por los medios internacionales, se ha llevado la peor parte, con una caída del 9,6% en sus ingresos por turismo en los meses de octubre y noviembre, de acuerdo con los datos del INE.

- La recuperación de destinos competidores como Túnez, Egipto y Turquía.
- El descenso en el turismo de negocio.

### 3. Perspectivas y retos

A nivel nacional, hay razones para mantener unas expectativas positivas sobre el comportamiento del turismo en este ejercicio: Por una parte, la perseverancia en la promoción internacional de España como destino y en la política de diversificación del modelo turístico de nuestro país. Y por otra, factores de coyuntura como la buena situación macroeconómica en la Unión Europea, Esta-

dos Unidos y Asia y la mejora en Latinoamérica, y los progresos en la conectividad de los destinos españoles.

Los factores negativos que afronta el sector, como ya se ha comentado, son la situación en Cataluña, los efectos del *Brexit*, la continuidad en la mejora en los destinos competidores de sol y playa y un agravamiento de la *turismofobia*.

A largo plazo, el reto es la transformación del modelo turístico español para garantizar su futuro sostenible. En este sentido está trabajando el Gobierno español en una transformación hacia destinos inteligentes, como otras mejoras que realizan las administraciones autonómicas y locales.

Para la consecución de este reto, se pone el énfasis en la desestacionalización y diversificación territorial del turismo; en atraer a un público de alto valor (el segmento cosmopolita) y de nuevos mercados; en desarrollar nuevos productos turísticos competitivos; en reforzar la colaboración público-privada, y en fomentar la digitalización y el I+D+i.

Paradores juega un papel relevante en la consecución de estos objetivos, dadas las características de sus establecimientos y los valores que definen su misión:

- El carácter de destinos culturales que tienen los paradores, ubicados en edificios de alto valor desde el punto de vista del patrimonio histórico –31 establecimientos de la red se sitúan en edificios calificados como Bien de Interés Cultural (BIC)– y del patrimonio medioambiental –una cuarta parte de los 97 paradores están ubicados en parajes calificados como Reservas de la Biosfera de la Unesco–.

- La dispersión de la red, que en su mayor parte se encuentra situada en destinos rurales y de interior, constituyendo en muchos casos el principal motor no solo de la actividad turística de la zona, sino de la economía local en su conjunto.

- Mantener el patrimonio histórico artístico de sus edificios, bajo el principio de la sostenibilidad económica, que obliga a Paradores a ser una empresa rentable capaz de generar los recursos necesarios para el sostenimiento y mejora de su red.

- La apuesta decidida por la gastronomía, uno de los grandes valores distintivos del turismo hacia España. A diferencia del sector, la actividad de restauración de Paradores representa el 50% de sus ingresos.

- El carácter de dinamizador del turismo en destinos no desarrollados, que constituye uno de los principios fundacionales de Paradores.

Todo ello cuando cumple noventa años como una empresa competitiva y rentable, que ofrece una imagen renovada y moderna. Con historia y tradición, bien entendida y actualizada, para seguir siendo referente en el turismo de calidad, de la Marca España.

El turismo español debe seguir sacando pecho por ser líderes mundiales, pero no puede olvidar de que hoy en día este sector se ha vuelto mucho más sofisticado y complejo de gestionar, por lo que hay que continuar con la inversión tecnológica, con la mejora del servicio y del producto y por el desarrollo de experiencias de calidad, para poder sentirnos por muchos años más muy orgullosos de su evolución.





# SISTEMA FINANCIERO

**Coordinador**

**Jaime Requeijo**

*Catedrático Emérito de Economía Aplicada, IEB*

# LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

**Pablo Hernández de Cos**

*Director General de Economía y Estadística del Banco de España*

## RESUMEN

En un contexto de recuperación económica muy débil y una evolución y perspectivas de inflación muy bajas en el área del euro, el BCE ha aplicado desde la primavera de 2014 una expansión monetaria sin precedentes. Esta expansión ha desempeñado un papel crucial a la hora de afianzar la recuperación económica y de disipar los riesgos de deflación. Sin embargo, la inflación subyacente se ha mantenido muy contenida. En este contexto, el BCE efectuó durante 2017 una recalibración progresiva de sus estímulos, acomodándolos a la mejora del escenario macroeconómico, pero manteniendo un grado sustancial de expansión para que la inflación pueda retomar una senda de convergencia a tasas más próximas al objetivo de medio plazo, inferior pero próximo al 2% a medio plazo.

## PALABRAS CLAVE

Política monetaria, BCE, Área del euro.

## 1. Introducción

El Consejo de Gobierno del BCE ha venido desplegando desde la primavera de 2014 un conjunto de medidas de política monetaria sin precedentes para evitar la materialización de los riesgos asociados a la prolongación en el tiempo de una situación de inflación excesivamente baja, incluso en terreno negativo en distintos momentos, y de una recuperación económica muy endeble.

La puesta en marcha de estas medidas ha desempeñado un papel crucial a la hora de relajar las condiciones financieras en el área del euro y de afianzar la recuperación económica, que ha sido particularmente boyante en 2017 y ha ido ganando robustez y generalizándose por países, sectores y componentes de la demanda. En el ámbito de los precios, esta política monetaria ha logrado eliminar prácticamente todos los riesgos de deflación. Sin embargo, más allá de la evolución derivada de los movimientos de las materias primas en los últimos años, la inflación subyacente se ha mantenido muy contenida y todavía no se aprecian síntomas de un ajuste sostenido hacia los niveles de referencia del BCE, inferiores pero próximos al 2% a medio plazo.

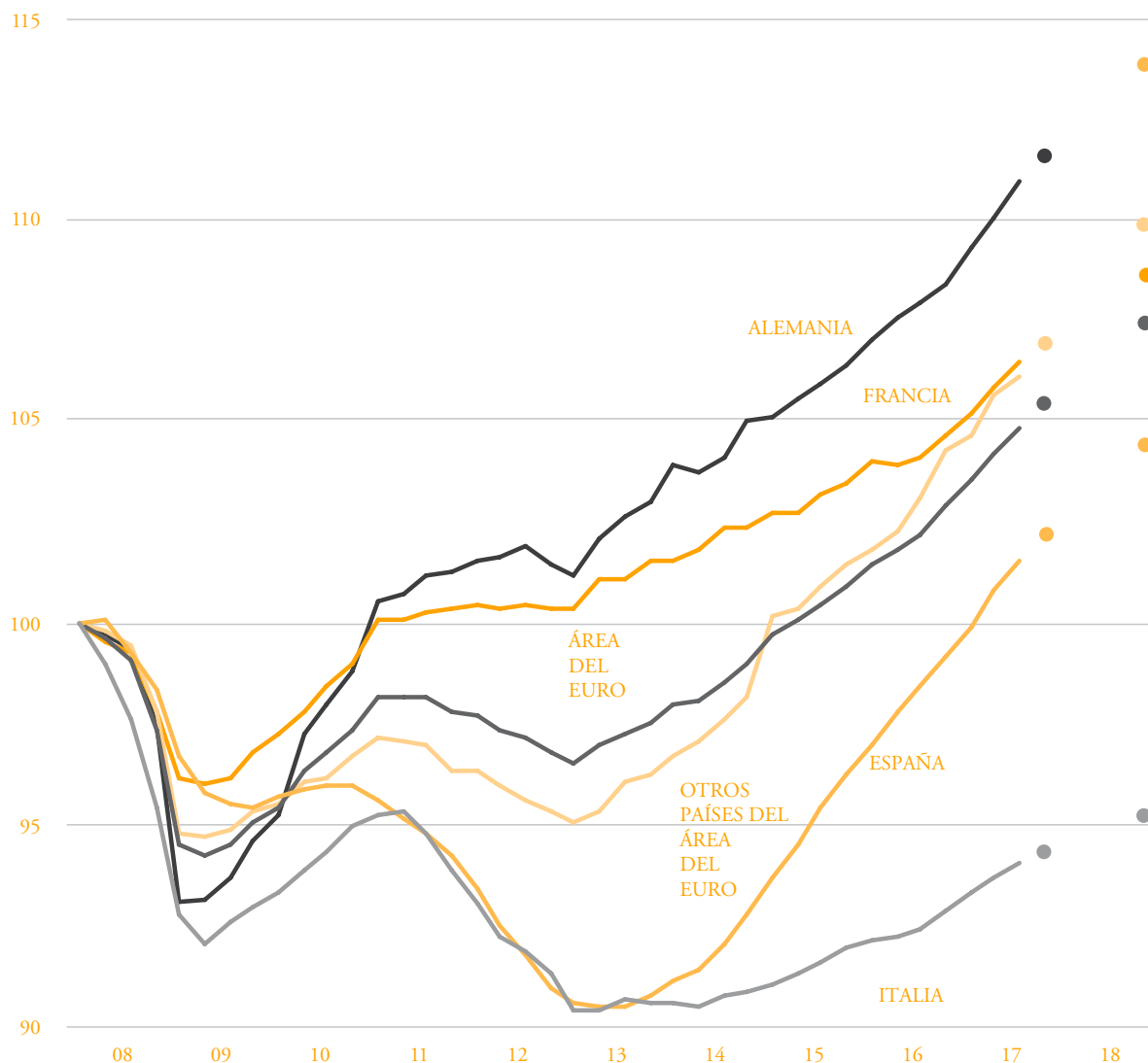
En este artículo se repasan las decisiones de política monetaria del BCE en el ejercicio 2017. Previamente, con el objetivo de contextualizar estas decisiones, en la sección segunda se resume la política monetaria del BCE aplicada desde 2014, y en la sección tercera se describen sus efectos y la evolución más reciente de la economía del área del euro, incluida la dinámica de la inflación y los argumentos que permiten explicar su comportamiento todavía moderado.

## 2. La política monetaria del Banco Central Europeo desde 2014

La economía del área del euro se enfrentaba hace cuatro años a un escenario muy complejo, caracterizado, por un lado, por una recuperación muy débil, tras experimentar una doble recesión y verse lastrada por el elevado desempleo estructural, el alto endeudamiento y la fragilidad del sistema financiero, y, por otro lado, por una inflación muy baja y las perspectivas de que esta podía mantenerse en niveles reducidos durante un periodo prolongado (gráficos 1 y 2). Esta dinámica inflacionista suponía un riesgo para la credibilidad de la política monetaria y una amenaza para la recuperación de la actividad, al incrementar en términos reales el

**Gráfico 1**

**PIB real**  
(100 = 2008 I)



Fuente: Eurostat y previsiones de la Comisión Europea.

coste de la financiación y la carga de la deuda y dificultar los procesos de recuperación de la competitividad y de desapalancamiento en el que se encontraban inmersas algunas economías.

Es en este contexto en el que el BCE inició una nueva fase expansiva de la política monetaria con actuaciones en cuatro dimensiones (gráficos 3 y 4) (1). En primer lugar, redujo los tipos de interés oficiales, hasta situar, en septiembre de 2014, el tipo de la facili-

dad de depósito en terreno negativo, en concreto en el -0,20%.

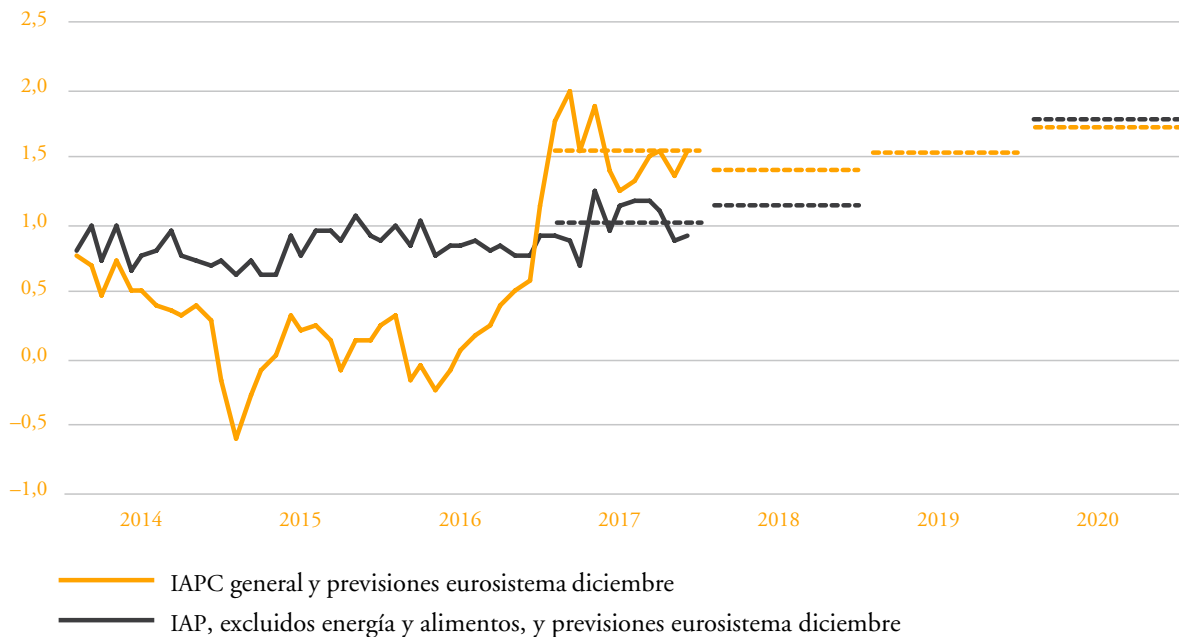
En segundo lugar, proporcionó financiación a largo plazo al sistema bancario a través de una nueva facilidad financiera vinculada al tamaño y al crecimiento de la cartera de préstamos de los bancos (TLTRO, por sus siglas en inglés).

En tercer lugar, puso en marcha inicialmente dos programas de compra de activos privados en mercados de

Gráfico 2

## Inflación del área del euro

(Porcentaje)



Fuente: Eurostat y previsiones del BCE.

financiación relevantes para los bancos del área (2) y, ya en 2015, introdujo un programa de compras de activos a gran escala, que incluía la adquisición de deuda pública emitida por gobiernos de la eurozona, así como por instituciones y agencias europeas. De esta forma, en un contexto en el que los márgenes de maniobra para nuevas reducciones de tipos de interés prácticamente se encontraban agotados, y teniendo como referente el modo en que otras autoridades monetarias habían reaccionado con anterioridad, el incremento del tamaño y la modificación de la composición del balance del Banco Central se convertía en el principal instrumento para abordar nuevas actuaciones expansivas. A través del denominado Programa Expandido de Compra de Activos se adquirirían títulos públicos y privados, denominados en euros, por valor de unos 60.000 millones mensuales hasta septiembre de 2016, lo que suponía una inyección de liquidez equivalente al 11% del PIB de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

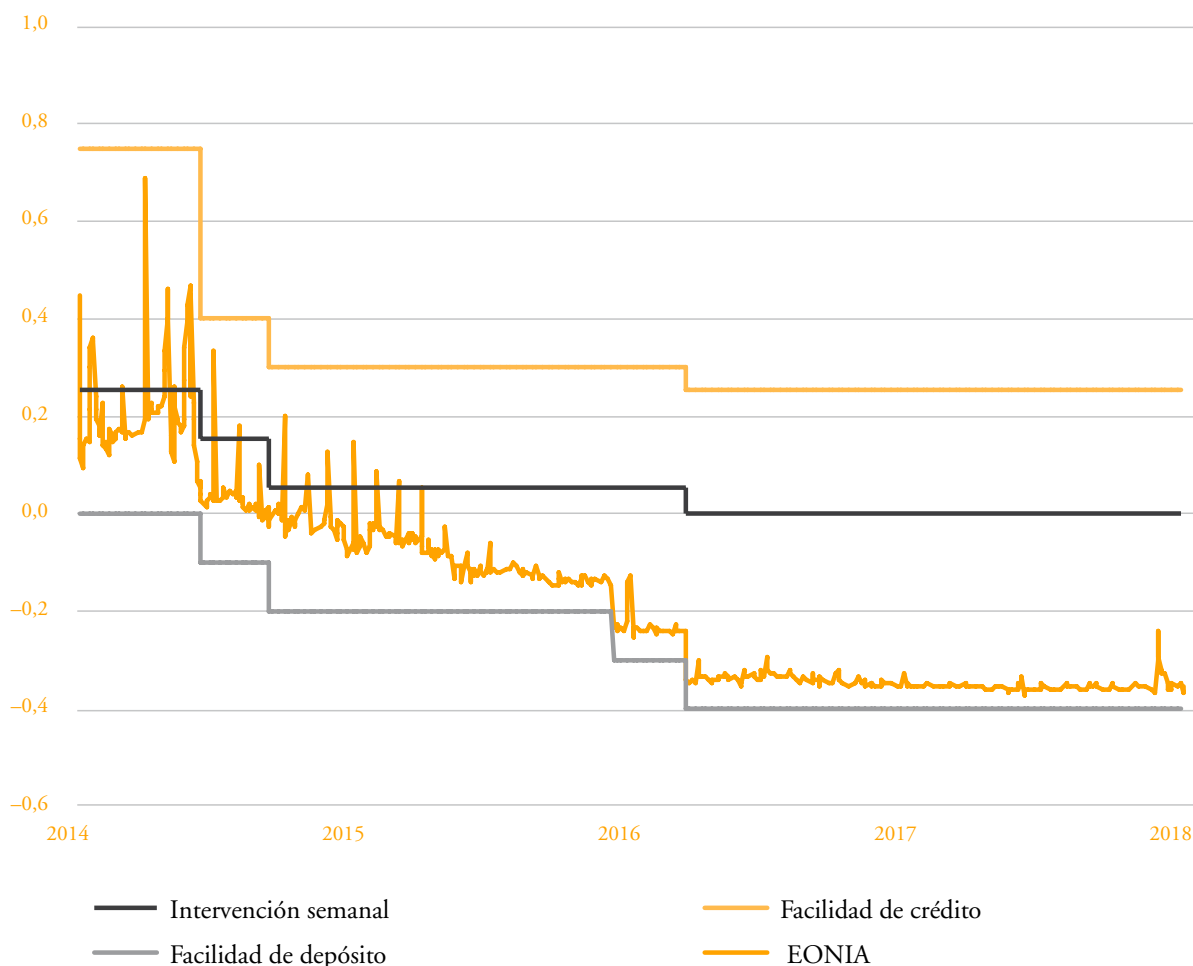
En cuarto lugar, estas actuaciones del BCE han venido acompañadas de una política de comunicación de

orientaciones sobre el curso futuro de la política monetaria, lo que se conoce como *forward guidance*, a través de la cual el BCE trata de afectar a las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés futuros. Ya en julio de 2013, el BCE había introducido la novedad de pronunciarse sobre el hecho de que los tipos de interés se mantendrían en los niveles entonces vigentes o en niveles inferiores *durante un tiempo prolongado*, una política que se encontraba condicionada por las perspectivas sobre la evolución de la inflación. Con posterioridad, estas orientaciones se extendieron al programa de compras. Así, en enero de 2015 se detalló que estas compras continuarían, más allá de la fecha fijada (septiembre de 2016), *hasta que el Consejo de Gobierno del BCE observara un ajuste sostenido de la trayectoria de inflación compatible con que las tasas de inflación se sitúen en niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo*.

El BCE ha ido adaptando estas cuatro dimensiones de sus actuaciones a la situación macroeconómica (3). Así, ante el deterioro de las perspectivas inflacionis-

**Gráfico 3****EONIA y tipos de interés del BCE**

(Porcentaje)



Fuente: BCE.

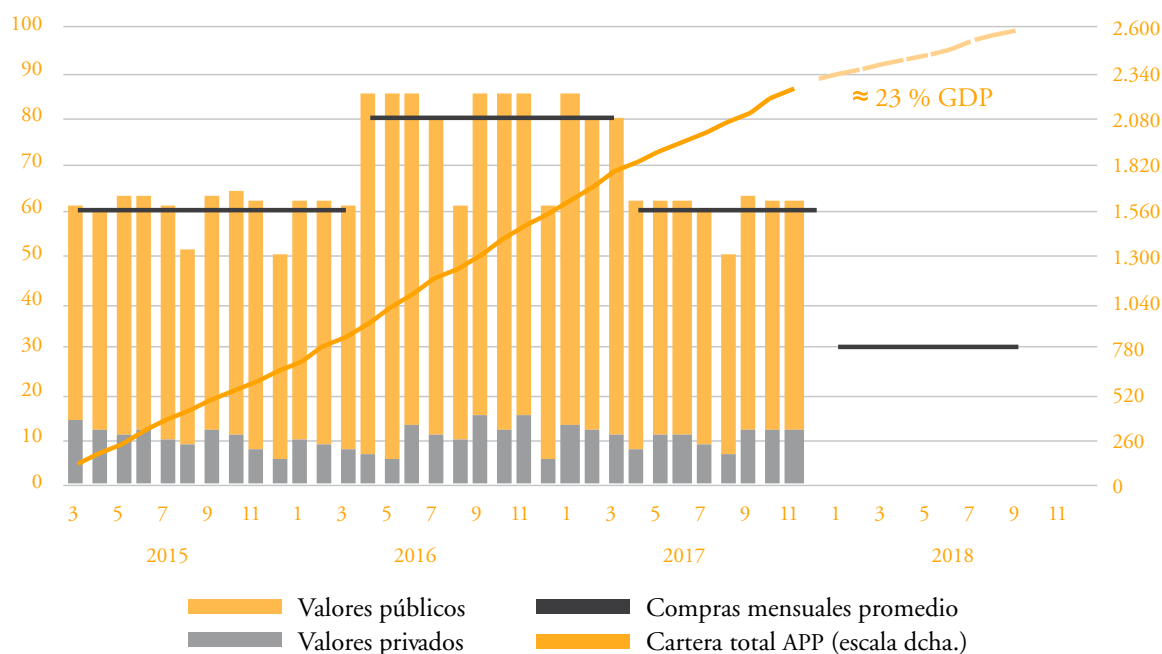
tas que se produjo en 2015 y comienzos de 2016, en diciembre de 2015 y en marzo de 2016 se redujo el tipo de la facilidad de depósito en 10 pb, hasta situarlo en el -0,40%. Además, en diciembre de 2015 se alargó la duración del Programa de Compra de Activos hasta marzo de 2016 y se anunció que los importes derivados del vencimiento de los títulos adquiridos se reinvertirían por tanto tiempo como fuera necesario, y, en marzo de 2016, se amplió el volumen de compras mensuales hasta los 80.000 millones de euros y se incluyeron como activos elegibles los bonos de alta calificación crediticia emitidos por sociedades no financieras del área del euro (CSPP, por sus siglas en

inglés). Por otra parte, se anunció una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II) a partir de junio de 2016 (4). En cuanto a la política de comunicación de orientaciones sobre el curso futuro de la política monetaria, se explicitó una relación entre la evolución futura de los tipos de interés y el programa de compras, para señalar una secuencia temporal entre ambos, de forma que el Consejo de Gobierno espera que *los tipos de interés continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un periodo prolongado, que superará el horizonte de las compras netas de activos.*

## Gráfico 4

## Programa de compra de valores (APP). Compras netas mensuales y compras acumuladas

(Miles de millones)



Fuente: BCE y Banco de España.

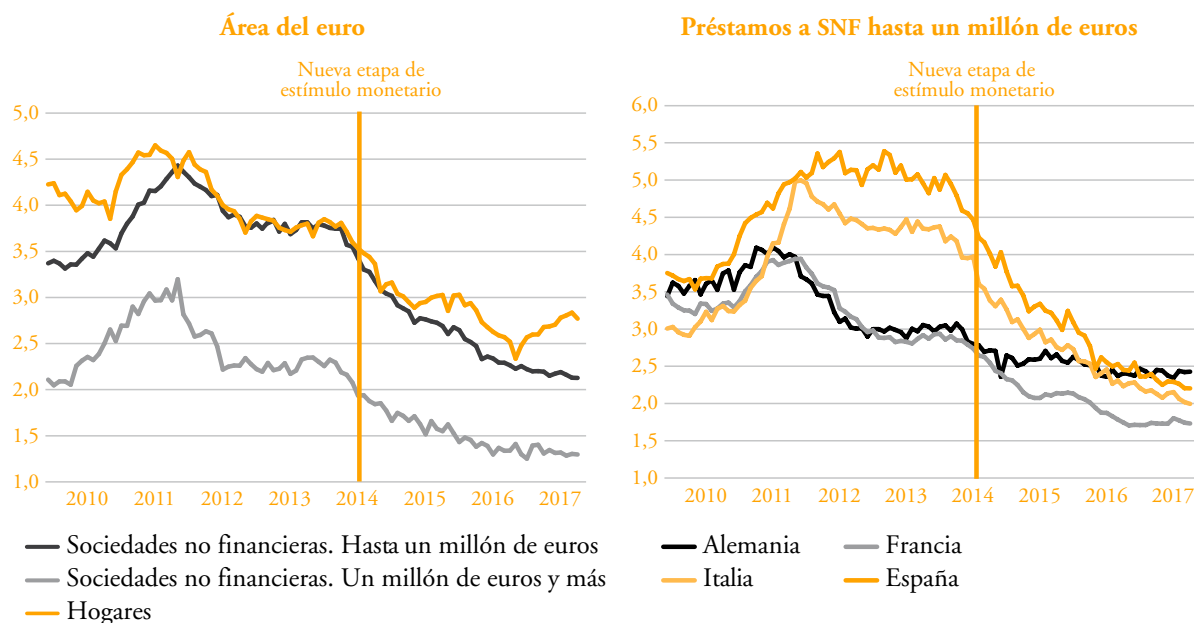
### 3. El impacto de la política monetaria y la evolución económica reciente

El objetivo de todo el arsenal de medidas de política monetaria detallado con anterioridad era estimular la economía del área del euro a través de la presión a la baja sobre sus tipos de interés de corto y largo plazo y los precios de los activos, la mayor concesión de préstamos y acceso a la financiación o, incluso, la depreciación del tipo de cambio (5). En efecto, unos tipos de interés reales más bajos favorecerían el consumo y la inversión, mientras que la revalorización de los activos aumentaría la renta disponible y generaría efectos riqueza positivos, efectos que, dado el elevado grado de bancarización del área del euro, discurrirían sobre todo a través de los cambios en la disponibilidad y coste de los préstamos. Asimismo, los menores costes de financiación para el sector público liberarían recursos para otros fines y la depreciación del tipo de cambio aumentaría las exportaciones netas.

La evidencia disponible muestra que el impacto de la política monetaria del BCE sobre las condiciones financieras ha sido muy significativo (6), propiciando su relajación y contribuyendo a que la economía de la zona del euro avanzara de forma gradual su recuperación (véase gráfico 1). En concreto, desde junio de 2014 y hasta noviembre de 2017, los tipos de interés del crédito a los hogares se habrían reducido en alrededor de 104 puntos básicos, y en más de 160 puntos básicos en el caso de los tipos de interés del crédito a las empresas no financieras de tamaño medio y reducido (7) (gráfico 5). En paralelo, la fragmentación financiera presente entonces en el área del euro ha desaparecido, de forma que el diferencial entre el tipo de interés promedio pagado por las empresas no financieras de reducida dimensión en España o Italia y en Alemania se habría reducido en más de 220 y 150 puntos básicos en el mismo periodo (véase gráfico 5). Asimismo, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, la reducción de los tipos de interés ha venido acompañada de una mejora en el acceso a la financiación y de un

Gráfico 5

Tipos de interés de los préstamos bancarios



Fuente: BCE.

aumento de los volúmenes de crédito desde principios de 2014. Así, en el caso del crédito concedido a empresas no financieras, el ritmo de expansión se elevó en noviembre de 2017 hasta el 3,1%, y el correspondiente a los préstamos a hogares, hasta el 2,8%. Adicionalmente, el CSPP ha producido una caída significativa en los tipos de interés de aquellos bonos emitidos por compañías elegibles, que se ha hecho extensible a otros valores con peor calificación crediticia, y ha generado un aumento significativo de las nuevas emisiones (8).

Las estimaciones empíricas disponibles, que tratan de aislar el efecto de la política monetaria del de otros factores, muestran que aquella habría aportado alrededor del 50% del crecimiento nominal del área del euro en el periodo 2015-2017 (9). Como resultado de estas medidas, el déficit público del conjunto del área del euro se habría reducido desde mediados de 2014 hasta 2016 en alrededor de 1,3 pp de PIB (10).

Dada esta política monetaria, y en un contexto de expansión progresiva de la economía mundial, el área del euro ha intensificado la recuperación económica iniciada en 2014. Con información hasta el tercer tri-

mestre de 2017, habría mantenido tasas de crecimiento positivas durante 18 meses consecutivos, alcanzándose el 2,5% en tasa interanual en el tercer trimestre 2017, significativamente por encima del crecimiento potencial estimado para el conjunto del área del euro, inferior al 1,5% del PIB (11). La recuperación ha sido especialmente vigorosa en términos de recuperación del empleo, de forma que, desde mediados de 2013, se han creado casi siete millones de empleos en el área del euro, lo que implica que se habrían recuperado todos los empleos destruidos durante la crisis. Por su parte, la tasa de desempleo se ha reducido significativamente, hasta situarse en el 8,7% en noviembre de 2017, lo que representa su valor mínimo desde enero de 2009. Además, las últimas previsiones macroeconómicas del Eurosistema, publicadas a mediados de diciembre de 2017, anticipan la continuidad de la expansión económica en los próximos años, con una previsión del crecimiento del PIB del área para el periodo 2017-2020 del 2,4, 2,3, 1,9 y 1,7%, respectivamente.

La recuperación se ha ido generalizando por países y sectores, de forma que la dispersión del crecimiento del empleo y del PIB de los países del área del euro se en-

cuentra en niveles históricamente reducidos, y se ha ido extendiendo progresivamente a todos los componentes de la demanda (véase gráfico 1). Esta se sustentó inicialmente en el dinamismo del consumo privado, apoyado en las favorables condiciones financieras, el aumento de la riqueza de los hogares y la mejora del empleo y de la confianza. Con posterioridad, la inversión ha ido consolidando ritmos de avance superiores, en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva, reducción de los niveles de endeudamiento empresarial y mejora de las expectativas de beneficios. Por su parte, las exportaciones netas se han visto favorecidas por la depreciación inicial del tipo de cambio del euro y, con posterioridad, por la recuperación del comercio mundial. Finalmente, la política fiscal ha ido adquiriendo un tono más neutral, tras la orientación restrictiva derivada de las necesidades de reducir los déficits y deuda públicos.

Esta evolución positiva de la economía ha venido acompañada también de un proceso de saneamiento de la posición patrimonial de familias y empresas muy significativo. Por ejemplo, la deuda bruta consolidada del sector empresarial del área del euro en relación con su valor añadido se sitúa a finales de 2017 en niveles cercanos a los existentes antes de la crisis, con reducciones muy significativas en los países más endeudados, como España. Del mismo modo, este avance se ha extendido al sector bancario, de forma que la ratio de capital total de los bancos significativos y las rentabilidades del capital han mejorado.

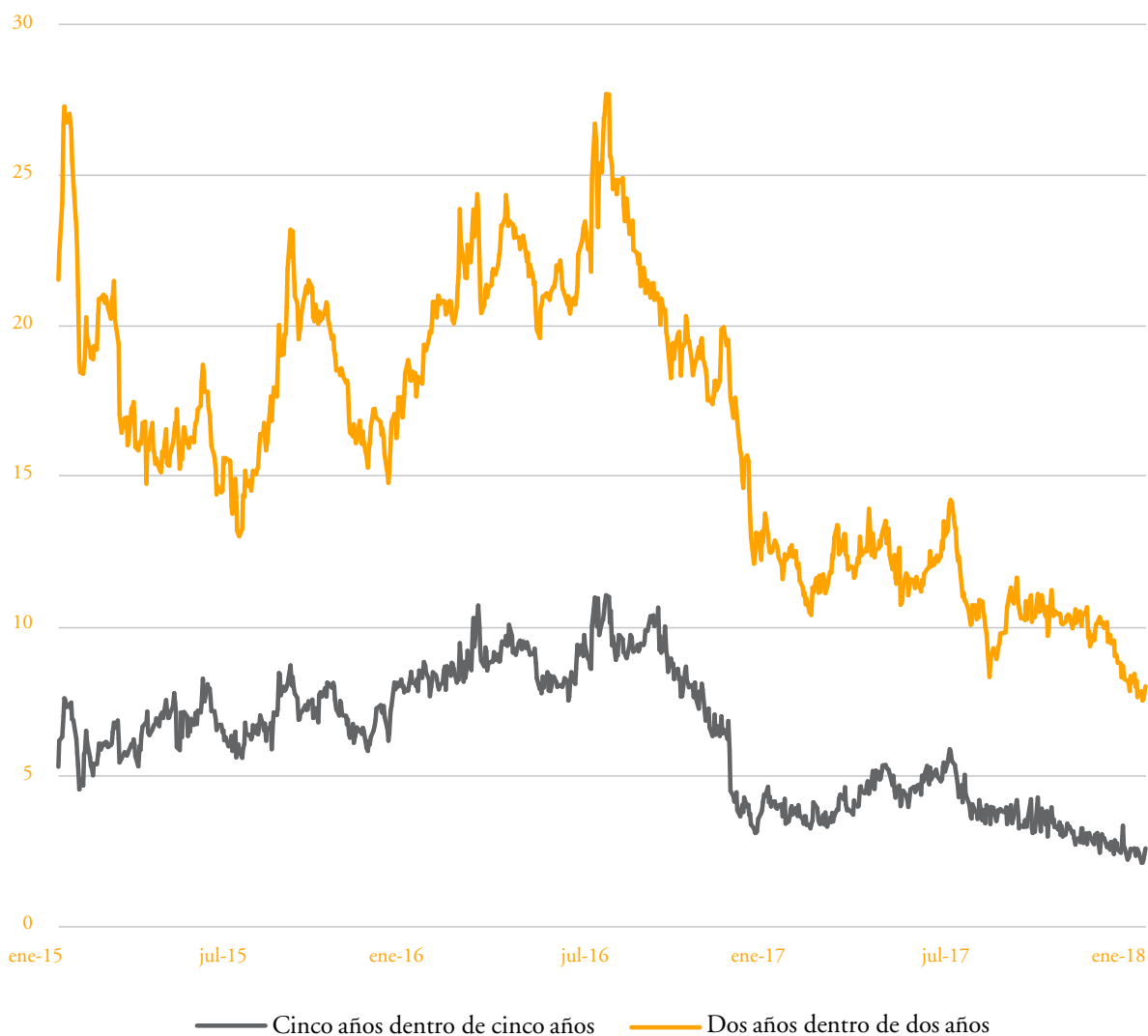
En cuanto a la evolución de los precios, el desarrollo más importante de los últimos años en relación con la efectividad de la política monetaria aplicada tiene que ver con la reducción o práctica eliminación de los riesgos de deflación, medidos por la probabilidad –determinada por el mercado– de que la inflación se sitúe en territorio negativo (gráfico 6). Sin embargo, en cuanto a la inflación observada, más allá de la evolución derivada de los movimientos de las materias primas, su componente subyacente, que excluye los componentes más volátiles de los precios, se ha mantenido muy contenido y todavía no se aprecian síntomas de un ajuste sostenido hacia los niveles de referencia del BCE. Las proyecciones más recientes del Eurosistema, de diciembre de 2017, revisaron a la baja la evolución prevista de la tasa de inflación excluidos energía y alimentos, que se mantendría en un

nivel próximo al 1% en 2018, similar al de 2017, para posteriormente repuntar progresivamente hasta situarse en el 1,8% en 2020 (véase gráfico 2).

¿Qué argumentos se hallan detrás de esta moderación de la inflación pese a la fortaleza de la actividad económica? Una parte importante de la explicación se encuentra en el moderado avance de los salarios (12), que han mostrado tasas de crecimiento por debajo de las experimentadas en el periodo de expansión previo a la crisis, a pesar de la positiva evolución del empleo (gráfico 7). La estimación de curvas de Phillips, que relacionan la tasa de variación de los salarios con el crecimiento de sus determinantes tradicionales (crecimiento de la productividad, inflación pasada y grado de holgura del mercado de trabajo), muestran un efecto significativo negativo asociado a los bajos niveles de inflación observados en los últimos años, mientras que la aportación del grado de holgura del mercado de trabajo, significativa en un primer momento, se ha reducido de manera notable. El bajo crecimiento de la productividad habría tenido un efecto limitado.

En todo caso, el poder explicativo de estas estimaciones se ha reducido, como ilustra la persistencia de residuos negativos importantes en las ecuaciones, lo que sugiere que otros factores podrían estar ejerciendo una presión a la baja sobre los salarios. Entre estos factores se encontrarían algunos de carácter interno, como es la inmigración y las reformas estructurales de los mercados laborales llevadas a cabo en algunos países del área. Otros factores tienen un carácter más global, dado que el crecimiento moderado de los salarios es compartido por otras economías desarrolladas. Así, el grado de holgura del mercado de trabajo puede ser superior al que se desprende de las tasas de desempleo convencionales, ya que estas no incorporan a aquellas personas desanimadas en la búsqueda de un empleo o que lo buscan pero no están disponibles para trabajar, ni tampoco a los trabajadores a tiempo parcial que desean trabajar más horas. Si se incluyen estos colectivos, el nivel de desempleo se habría duplicado prácticamente durante la crisis. Además, los cambios tecnológicos recientes, ligados a la inteligencia artificial, al tratamiento de la información y a la robótica, podrían estar teniendo un efecto sustitución del empleo superior al de desarrollos pasados, debilitando el poder de negociación de los trabajadores.



**Gráfico 6****Área del euro. Probabilidad de una inflación inferior al 0%**

Fuente: Banco de España.

#### 4. Las decisiones de política monetaria en 2017

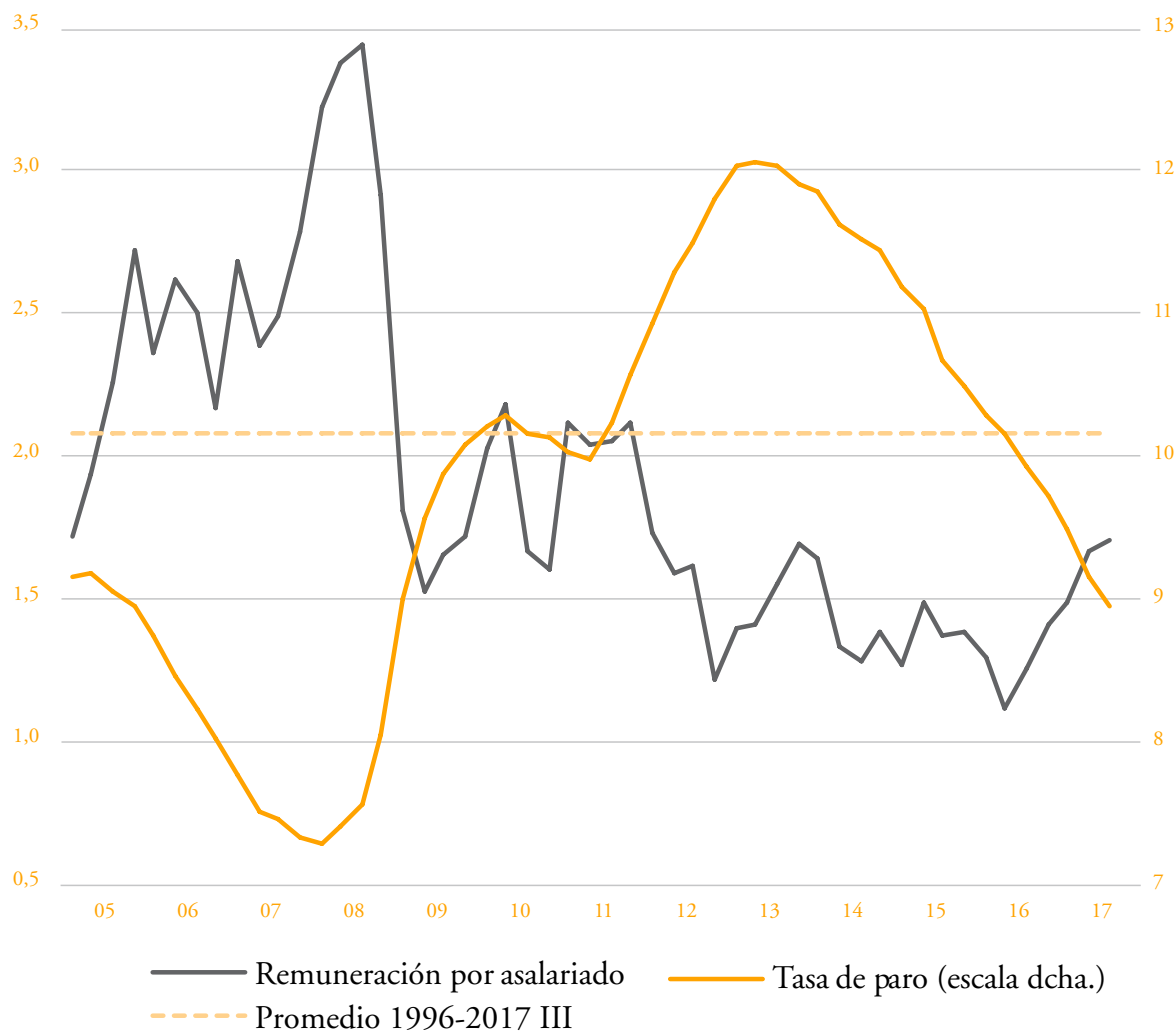
Es en este contexto de progresivo afianzamiento de la recuperación económica en el área del euro durante el año 2017, combinado con un comportamiento moderado de la inflación, en el que el BCE tomó sus decisiones de política monetaria, que han consistido en una recalibración progresiva de sus estímulos, acomodándolos a la mejora del escenario macroeconómico, pero manteniendo un grado sustancial de expansión para que la inflación pueda retomar de forma sostenible una senda de convergencia a tasas más próximas al objetivo de medio plazo.

De esta forma, ya a finales de 2016 el programa de compras de activos se extendió nueve meses adicionales, hasta diciembre de 2017, pero con una reducción de las compras netas mensuales desde los 80.000 millones de euros previos hasta los 60.000 millones. En paralelo, el Consejo de Gobierno del BCE expresó su disposición a aumentar el volumen y/o la duración del programa ante un deterioro del entorno macroeconómico o de las condiciones financieras que dificultara la consecución del objetivo de inflación. El resto de las dimensiones de la política monetaria se mantuvo inalterado.

Gráfico 7

## Remuneración por asalariado y tasa de paro. Área del euro

(Porcentaje)



Fuente: Eurostat.

Con posterioridad, en un contexto de recuperación cada vez más intensa y de perspectivas moderadas de inflación, el BCE decidió, en octubre de 2017 (13), extender de nuevo el programa de compra de activos, pero reduciendo de nuevo su ritmo mensual de compras netas, hasta los 30.000 millones de euros. El programa durará hasta septiembre de 2018 y, en cualquier caso, hasta que la inflación retome una senda de convergencia sostenida hacia el objetivo de medio plazo de estabilidad de precios, de forma que estará operativo durante al menos tres años y medio, desde su inicio en

marzo de 2015 hasta septiembre de 2018, con compras acumuladas de activos que equivalen a más del 20% del PIB de la UEM (véase gráfico 4).

El BCE no introdujo cambios en los tipos de interés y confirmó su expectativa de que se mantendrán en los niveles actuales durante un periodo prolongado, que excede el horizonte del programa de adquisiciones de activos. Dada la secuencia establecida a partir de la cual los movimientos de tipos de interés se realizarán con posterioridad a la finalización del programa de compras, la extensión de este último también ha

permitido anclar el horizonte temporal de evolución de los tipos de interés. De hecho, las expectativas de los mercados sobre la evolución de los tipos de interés no anticipan incrementos de esta variable, con una probabilidad superior al 50%, hasta 2019.

En cuanto a las orientaciones sobre el programa de compras, el BCE reiteró su disposición a aumentar el tamaño y/o la duración del programa si se produjese un empeoramiento de las perspectivas económicas o un deterioro de las condiciones financieras que las hicieran incompatibles con el ajuste sostenido de la inflación respecto al objetivo. Asimismo, clarificó su intención de continuar reinvertiendo los vencimientos de la cartera de activos mientras sea necesario, lo que puede suceder en un periodo prolongado de tiempo, más allá del final de las compras netas de activos.

### 5. Conclusiones

En resumen, las compras netas adicionales de activos, el significativo volumen de activos ya adquiridos y el compromiso de reinvertir los vencimientos de la cartera por un periodo prolongado, junto con las indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés, garantizan un grado considerable de estímulo monetario en el área del euro por un plazo temporal dilatado, con el objetivo de asegurar la convergencia gradual de la inflación a tasas más compatibles con el objetivo de medio plazo de la política monetaria.

Este contexto de estímulo de la política monetaria y de expansión económica resulta particularmente propicio para afrontar los retos estructurales de las economías europeas. A escala nacional, debería profundizarse en la aplicación por parte de los gobiernos de las reformas estructurales que incrementen la productividad, reduzcan el desempleo estructural y mejoren la capacidad de ajuste de las economías, así como de las políticas presupuestarias que permitan culminar los procesos de consolidación fiscal, ganar margen de maniobra para afrontar futuras crisis y reducir los niveles de endeudamiento, así como recomponer las cestas de impuestos y gastos públicos para hacerlas más favorables al crecimiento económico. A escala europea, es el momento también de reforzar la UEM, completando

la unión bancaria y la unión de los mercados de capitales y desarrollando una unión fiscal.

### NOTAS

- (1) Véase Banco de España (2015).
- (2) El denominado «CBPP3», dirigido a *covered bonds*, como las cédulas hipotecarias en España, y el ABSPP, para titulizaciones simples y transparentes cuyo activo subyacente sean créditos a empresas y hogares de la zona del euro.
- (3) Véase Banco de España (2016 y 2017a).
- (4) Operaciones con un vencimiento de cuatro años y un tipo fijo igual al de las operaciones principales de financiación, que podría reducirse hasta alcanzar el de la facilidad de depósito si la cartera de préstamos llega a superar un umbral de referencia.
- (5) Como consecuencia del aumento de demanda de activos en divisas por parte de los inversores del área del euro o de la reducción de las tenencias de activos denominados en euros por parte de inversores extranjeros en el contexto de descensos en su rentabilidad.
- (6) Véase Banco de España (2016 y 2017a).
- (7) Aproximado por el crédito bancario a empresas no financieras por un volumen inferior a un millón de euros.
- (8) Véase Arce, Gimeno y Mayordomo (2017).
- (9) Véase Banco de España (2016) y Burriel y Galesi (2016).
- (10) Véase Burriel, Martí y Pérez (2017).
- (11) Véase Comisión Europea (2017).
- (12) Véase Banco de España (2017b).
- (13) Véase Banco de España (2017c).

### BIBLIOGRAFÍA

- Arce, O.; Gimeno, R. y Mayordomo, S. (2017), *Making room for the needy: the credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE*, Documentos de Trabajo del Banco de España, núm. 1743.
- Banco de España (2015), *Informe Anual*, 2014.
- Banco de España (2016), *Informe Anual*, 2015
- Banco de España (2017a), *Informe Anual*, 2016.
- (2017b), «El crecimiento de los salarios en el área del euro», recuadro 3 del Informe Trimestral de la Economía Española, *Boletín Económico*, 3/2017.
- (2017c), «Las decisiones de política monetaria adoptadas en octubre por el Consejo de Gobierno del BCE», recuadro 2 del Informe Trimestral de la Economía Española, *Boletín Económico*, 4/2017.
- Burriel, P. y Galesi, A. (2016), *Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countries*, Documentos de Trabajo del Banco de España, núm. 1631.
- Burriel, P.; Martí, F. y Pérez, J. (2017), «El impacto de la política monetaria no convencional sobre las finanzas públicas de la UEM», Artículos Analíticos, *Boletín Económico* 3/2017.
- Comisión Europea (2017), *European Economic Forecast*, otoño.

# DEL FIN DEL CICLO REGULATORIO A LA REVOLUCIÓN DIGITAL EN LA BANCA

**Rocío Sánchez Barrios**

*AEB, Directora de Public Policy. Técnico Comercial y Economista del Estado*

## RESUMEN

El ciclo regulatorio que resultó de la crisis y que puede darse por concluido en 2017, ha dado pie a cambios significativos en la normativa que afecta a la banca europea e internacional, y en su marco de supervisión y resolución. De ello surge un sistema bancario más saneado y mejor preparado para afrontar futuras crisis. En la nueva etapa, la banca se centrará en la implementación del marco normativo, pero además podrá enfocarse en aspectos estratégicos y de negocio. En concreto, la revolución digital y sus implicaciones son hoy en día una prioridad para la banca. La llegada de nuevas tecnologías disruptivas, que podrían transformar la operativa del sector, así como de las criptomonedas o los retos de la ciberseguridad, se perfilan entre las prioridades del sector en el corto plazo.

## PALABRAS CLAVE

Regulación financiera, Supervisión, Resolución, Unión Bancaria, Banco Central Europeo, Junta Única de Resolución, Sistema Europeo de Garantía de Depósitos, EDIS, Basilea III, MREL, Revolución digital, *Blockchain*, DLT, Criptomonedas, Ciberseguridad, Fusiones transfronterizas.

## 1. Introducción

Desde 2007 la banca ha atravesado un periodo de turbulencias financieras sin precedentes que ha motivado una respuesta igualmente decisiva por parte de las autoridades financieras internacionales. El ciclo regulatorio que resultó de la crisis y que puede darse por concluido en 2017, ha dado pie a cambios significativos en la normativa que afecta a las entidades de crédito, así como a su marco de supervisión y resolución. De ello surge un sistema bancario más capitalizado y mejor preparado para afrontar con sus recursos propios futuras crisis. La banca española se ha adaptado bien y de manera ejemplar a estos cambios, después del esfuerzo de ajuste estructural que supuso la pasada crisis.

A partir de ahora, con mayor claridad regulatoria en el horizonte, el sector bancario aborda con más libertad aspectos estratégicos como su posicionamiento en el nuevo mundo digital o sus prioridades de modelo de negocio. Por su parte, la UE afronta el reto de completar la Unión Bancaria de forma que el marco normativo y supervisor se traduzca en una mayor integración de los mercados europeos.

## 2. Lo que se fue con el 2017: la incertidumbre regulatoria

Aunque da un cierto respeto afirmarlo, 2017 pone fin, en buena medida, al ciclo regulatorio al que dio paso la crisis financiera iniciada en 2008. Un ciclo que surgió del esfuerzo y la coordinación internacional con origen en el G20 y el FSB (*Financial Stability Board*), y en cuyas discusiones participó España.

Los acuerdos internacionales se han traspuesto a diferentes ritmos, según los países. En la UE, la implementación ha sido compleja por la forma y profundidad con que la crisis financiera interactuó con la soberana. La respuesta comunitaria ha ido más allá de la adopción de los acuerdos internacionales, creándose una nueva arquitectura normativa e institucional que conocemos como Unión Bancaria. Ya sabemos que la UE avanza así, a base de crisis que suponen un verdadero revulsivo pero que terminan relanzando el proyecto comunitario. La Unión Bancaria ofrece una visión de progreso y coordinación comunitaria, si bien veremos que necesita aún ser completada para ser considerada un verdadero éxito.

De los elementos que caracterizan el tsunami regulatorio de la última década, dos son claves para entender los recientes y futuros desarrollos bancarios: los aspectos prudenciales y los relativos a la resolución bancaria. En el plano prudencial, la reforma del marco de solvencia acordada en 2010 (Basilea III) reforzó, los requerimientos de capital bancario tanto en términos de cantidad como de calidad (con el foco puesto en el numerador de la ratio de solvencia), e introdujo nuevos requisitos para los bancos en términos de ratios de apalancamiento y liquidez.

El broche de oro a este proceso de reforma internacional ha sido el acuerdo del Comité de Basilea de 7 de diciembre de 2017 (1), orientado a completar la reforma de Basilea III, denominada por muchos *Basilea IV*, y que tendrá una aplicación progresiva de 2022 a 2027. La medida más novedosa es el establecimiento de un suelo para los APR (activos ponderados por riesgo; el denominador de la ratio de solvencia) del 72,5% de la cifra que resultaría de su cómputo elaborado con modelos estándar (esto es, sin usar modelos propios o IRB). Con ello se limita la variabilidad en el cálculo del denominador de la ratio de solvencia (APR) debida a la utilización de modelos IRB, reduciendo las diferencias actuales en la densidad de activos (relación entre APR y esos mismos activos medidos por sus valores contables). Las normas prudenciales ganarán con ello en consistencia y comparabilidad internacional. Los sistemas bancarios que, como el español, han tenido tradicionalmente una mayor densidad de APR por aplicar criterios más conservadores en sus modelos internos –IRB–, deberían sufrir un menor impacto de la implementación de la nueva norma.

En el plano de la resolución bancaria, los acuerdos internacionales posteriores a la crisis de 2007 han estado centrados en garantizar que los bancos tengan los mecanismos internos y los recursos adecuados y suficientes como para poder ser resueltos, llegado el momento, con el menor impacto posible en la estabilidad financiera y sin recurrir a fondos públicos. Se trata, en definitiva, de evitar futuros *bail-outs* públicos de entidades bancarias, y asegurar recursos de *bail-in* suficientes a través de instrumentos con capacidad legal, efectiva y operacional para absorber pérdidas o ser convertidos en acciones.

Para ello, a finales de 2015 las autoridades internacionales acordaron los requerimientos de TLAC (*Total Loss-absorbing Capacity*) para los bancos globales de importancia sistémica, que en la UE se ha recogido como requerimiento de MREL (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*), que resultará exigible a la totalidad de entidades comunitarias. En 2017, el *Single Resolution Board* (SRB), la autoridad de resolución de la eurozona, ha avanzado en su política de cálculo de MREL. Las entidades, una vez les sea comunicado su requerimiento MREL individual tendrán un plazo, de un máximo de cuatro años, para atenderlo.

Para que este nuevo marco de resolución funcione, es importante garantizar su operatividad. En este sentido, por un lado, las entidades deben contar con planes individuales de recuperación y resolución realistas que les permitan superar las dificultades y las haga más fácilmente resolubles en caso de ser necesario. Por otro, es fundamental que los instrumentos que computen a efectos de MREL sean de suficiente calidad como para que el *bail-in* pueda llevarse a cabo de manera efectiva. Por último, es importante asegurar que, cumpliendo con los nuevos requisitos de capital de resolución, los bancos europeos, y en particular los medianos para los que el reto del nuevo marco es aún mayor, mantengan una rentabilidad adecuada que les permita cumplir con su función de financiar la economía productiva. No hay que olvidar que en la UE los bancos financian el 75% de la economía.

Cabe señalar que, a pesar del final del ciclo regulatorio internacional, la actividad normativa en la UE en los dos ámbitos señalados –prudencial y resolución– va a mantenerse activa en los próximos meses. Por poner un ejemplo significativo, la Unión Europea aún debe incorporar en el ordenamiento comunitario algunos acuerdos internacionales relativos a cuestiones relevantes en materia de capital, liquidez, apalancamiento y resolución. Se trata del paquete conocido como de reducción de riesgos propuesto por la Comisión en noviembre de 2016 (2), así como de medidas que pretenden armonizar a nivel de la UE la jerarquía de acreedores de deuda sénior. El paquete se encuentra aún en proceso de negociación entre las instituciones comunitarias y se espera que concluya a lo largo de 2018.

Uno de los aspectos destacados de esta propuesta, que ya ha logrado el acuerdo comunitario, es el reconocimiento en el marco normativo de un nuevo tipo de deuda sénior *non-preferred*, con capacidad de absorber pérdidas por delante de la deuda ordinaria pero por detrás de la subordinada. Esta categoría de deuda ya ha sido incorporada en ordenamientos como el español y algunos bancos, como es el caso de Santander, BBVA y CaixaBank, han emitido ya instrumentos de este tipo con éxito, por un volumen de unos 9.000 millones de euros durante 2017.

### 3. Lo que llegó con el 2017

#### 3.1. La revolución digital

El cierre del ciclo regulatorio ha permitido que ganen fuerza debates estratégicos relacionados, entre otros, con la revolución digital. En 2017 las estrategias digitales de los bancos han pasado a ocupar un lugar prioritario. Ya sean grandes, medianos o pequeños, no hay banco que hoy no haya abrazado, al máximo nivel en su organización, una reflexión adecuada sobre cómo posicionarse respecto a los retos de la digitalización, destacando los tres siguientes:

En primer lugar, nos enfrentamos a cambios promovidos por la evolución en los deseos y necesidades de los clientes (*consumer driven*) y a los que hay que responder con soluciones tecnológicas innovadoras (*technology driven*). Y la empresa (los bancos) deben adaptarse a estas tendencias. La estrategia digital es algo más que tener una buena página web o una buena aplicación móvil. El cliente bancario está en el centro de la dinámica innovadora y los cambios sociológicos apuntan a que su forma de interactuar con los bancos está cambiando, primando canales que satisfagan sus necesidades con máxima agilidad, comodidad y seguridad. Los dispositivos móviles ganan terreno a las sucursales. Por su parte, el KYW (*Know Your Customer*) va más allá del conocimiento personal que los responsables de las sucursales puedan tener de sus clientes. Las nuevas tecnologías, y en particular las que permiten la gestión de grandes volúmenes de datos (*Big Data*), ponen al servicio de los bancos una nueva forma de aproximarse al conocimiento del cliente y dar respuesta a sus

necesidades. Además, estas tecnologías van a permitir mejoras de eficiencia, reducciones de costes y nuevas vías de negocio que contribuirán a la rentabilidad y al mejor servicio a la clientela. A tal fin, organizaciones complejas, como los bancos, están adaptando aspectos estratégicos como su cultura empresarial, sus organizaciones internas o sus políticas de captación de talento para favorecer su crecimiento tecnológico.

En segundo lugar, el ecosistema de prestación de servicios bancarios es ahora más diverso y en él los bancos tradicionales interactúan con empresas del ámbito *fin-tech*, orientadas a la innovación financiera. Estas empresas enriquecen la dinámica innovadora gracias a su agilidad para identificar tendencias en los hábitos de la sociedad, desarrollar y probar nuevas tecnologías que satisfagan las nuevas necesidades, y hacerlo en entornos *friendly* para el usuario. Los bancos, que son los *fin-tech* de mayor dimensión dado su músculo financiero y empresarial, cuentan con una masa amplia de clientes, abundante información de los mismos y su confianza. Y es que, a pesar de los problemas de imagen a los que se enfrenta el sector, es en los bancos donde la sociedad deposita su confianza y sus ahorros. Bancos tradicionales y *start-ups* innovadoras, trabajando de manera conjunta para poner en valor sus fortalezas, darán como resultado una mejor y más rápida capacidad de innovar e implementar las nuevas tecnologías.

El tercero de los retos se refiere a la regulación de las nuevas tecnologías. El mundo financiero está acostumbrado a regular atendiendo a los diferentes tipos de empresa, y no a la actividad que estas realmente desarrollan. Esta filosofía no encaja bien con el marco de innovación actual, pues puede poner en riesgo el principio generalmente aceptado de que *a igual actividad, iguales riesgos y, por lo tanto, igual regulación*. Los reguladores europeos e internacionales, conscientes de esta circunstancia, afrontarán a futuro el reto de regular bajo esquemas que encajen con el mundo digital.

#### 3.2. Las criptomonedas

Las criptomonedas no son activos nuevos; el bitcoin apareció ya en 2009. Pero no cabe duda de que 2017 ha sido el año en que su presencia se ha hecho más notoria, principalmente por dos motivos. El primero,

la fuerte especulación en torno a su precio (el bitcoin ha cerrado 2017 con una revalorización del 1.500%). Aunque su uso como medio de pago sigue siendo muy limitado, el interés como activo especulativo es incuestionable. El segundo ha sido la aparición de las ICO (*Initial Coin Offering*), que desde mediados de 2017 han despertado el interés de inversores y *start-ups* como medio de financiación, similar al *crowdfunding* pero con mecanismos que giran en torno a las criptomonedas. Aunque la cantidad de dinero que las ICO consiguen atraer es aún modesta (en 2017, unas 200 operaciones y 4.000 millones de dólares, menos de un 2% de los fondos captados a través de IPO), no cabe duda de que han despertado el interés inversor.

¿Cómo observan los bancos estos desarrollos? Más que en las criptomonedas en sí mismas, la banca está interesada en conocer y explorar la tecnología que las sustenta: la DLT (*Distributed Ledger Technology*), una de cuyas variantes es la tecnología de bloques o *blockchain*. Esta tecnología, calificada por muchos como disruptiva, podría ofrecer a la industria financiera y a otras ganancias significativas de eficiencia en procesos y operaciones bancarias. También podría ser una tecnología que sustentara nuevas formas de hacer negocios digitales, resultando de ello nuevas fuentes de ingresos. En España merece la pena señalar la existencia del consorcio Alastria, la primera red de *blockchain* intersectorial que agrupa a numerosas empresas, que explora el potencial de la DLT en sus negocios, tanto a nivel individual como desde la perspectiva colectiva. Dicho lo cual, la DLT aún tiene por delante numerosos retos ligados a su desarrollo tecnológico, su aplicabilidad en los modelos de negocio, su escalabilidad, su seguridad y su regulación.

### 3.3. El reto de la ciberseguridad

En una economía crecientemente digital, la relevancia de la ciberseguridad es cada vez mayor. El mundo digital futuro en el que una explosión de nuevos actores y tecnologías va a permitir interaccionar bajo nuevos formatos y en el que la comunicación entre el cliente y los bancos va a discurrir a través de la red y los dispositivos móviles, nos conduce a riesgos que difícilmente hoy podemos calibrar.

Hay dos aspectos a tener en cuenta. En primer lugar, los bancos y muchas otras industrias tienen una clara conciencia de este nuevo escenario y, no en vano, la gestión de los eventos cibernéticos es una de las principales partidas de inversión de los bancos a nivel internacional y, por supuesto, en España. El aprendizaje sobre los nuevos y potenciales riesgos va a ser un foco prioritario de los próximos años. Además, el trabajo para la gestión de los riesgos ciber no es individual sino colectivo. Las entidades bancarias colaboran entre ellas, así como con supervisores y reguladores, y con las fuerzas de seguridad, para abordar esta dimensión de riesgos y asegurar un aprendizaje conjunto y continuo. Este esfuerzo colectivo incluye también la difusión y educación de los usuarios de soluciones digitales.

En segundo lugar, es necesario tener en cuenta que con frecuencia se ignoran los problemas a los que está sometida la operativa no digital (falsificaciones, errores humanos, por ejemplo). Los ataques cibernéticos son desconcertantes porque adquieren formas y dinámicas nuevas y desconocidas, pero no por ello nos sitúan ante un escenario más arriesgado que el previo. De hecho, muchas de las nuevas tecnologías y servicios digitales nacen ya con la premisa de ser seguras frente a riesgos ciber. Es el caso de las tecnologías de identificación personal y *on-boarding* digital que ya utilizan muchos bancos. En este sentido, lo más probable es que nos dirijamos a un mundo más seguro, aunque en ningún caso completamente ajeno a la materialización de riesgos, sean o no cibernéticos (*no bullet proof*).

### 3.4. La resolución del Banco Popular

Por primera vez en 2017, las nuevas reglas de resolución bancaria comunitarias se han utilizado, antes de lo previsto, y ha sido precisamente con un banco español. La resolución del Banco Popular ha sido considerada por muchos como un caso de éxito, por haberse llevado a cabo sin impacto alguno en el resto del sistema español o europeo y sin coste alguno para el sector público; siendo ambos precisamente los dos objetivos del nuevo marco. Con ello, España muestra su compromiso con la nueva arquitectura europea y sus normas y es puesta como ejemplo por reguladores y observadores del sistema.

Dicho lo anterior, el caso del Popular ha hecho aflorar algunas inquietudes con respecto al marco comunitario de resolución. El primero se refiere a las dudas sobre si el marco actual ofrece suficientes soluciones para una adecuada cobertura de la liquidez de las entidades en resolución (*gone concern*). El debate está abierto y aún no hay propuestas oficiales al respecto. El marco europeo contempla en realidad una amplia variedad de instrumentos para atender las necesidades de liquidez, tanto en los momentos previos a la resolución, como una vez llevada a cabo la misma. Sin embargo, hay un cierto pudor institucional a la hora de desplegar su utilización al completo. Existen, por ejemplo, instrumentos gubernamentales de estabilidad financiera que recoge la BRRD, o la posibilidad de activar préstamos, garantías o fórmulas de inyección de capital de los que disponen tanto el SRB como, en el caso español, el FROB, que sin embargo no están aún suficientemente desarrollados en la normativa, y, por lo tanto, no se perciben como una opción real. Por otro lado, en el caso de los instrumentos como los de política monetaria del Eurosistema o la asistencia de liquidez de emergencia (ELA, en sus siglas en inglés) de los bancos centrales, suele aludirse a los problemas derivados de la ausencia de colateral o a las responsabilidades de los propios bancos centrales a la hora de otorgar liquidez y, eventualmente, asumir riesgos, como obstáculo a su uso para un caso de posresolución.

Lo cierto es que una entidad resuelta (y no llevada a liquidación) lo es porque la autoridad de resolución juzga que, tras su resolución, la entidad es viable. En este sentido, no debería haber obstáculos a otorgarle liquidez por los procedimientos ordinarios o, llegado el caso, acudiendo a medidas de emergencia extraordinarias. Recordemos, además, que las opciones planteadas son medidas financieras soportadas por el sector y no se trata de ayudas públicas.

Como alternativa, existen opiniones a favor de promover requerimientos de liquidez a las entidades, adicionales a los existentes (LCR/NSFR), por la vía, entre otras, de *assets unencumbered*, o *buffers* de liquidez. Ello obligaría a las entidades a inmovilizar recursos para el hipotético caso de que tuviesen que ser resueltas. Por último, otro tema de debate que ha suscitado la resolución del Popular es la necesidad de asegurar que el

marco de resolución sea consistente en la UE. Es imprescindible que las fórmulas para resolver o liquidar entidades no dependan del Estado miembro en el que estas se encuentran (*level playing field*). De otra forma se generarían distorsiones en la prestación de servicios y en los mercados que no serían coherentes con el proyecto de la Unión Bancaria.

## 4. Lo que 2018 trae bajo el brazo

### 4.1. La oportunidad de completar la Unión Bancaria

La Unión Bancaria es el proyecto más relevante de la UE tras la crisis. Un paso de gigante frente a los menores avances que ha habido en otros ámbitos. Sin embargo, la Unión Bancaria no está completa. Hasta ahora se ha avanzado en el pilar de la supervisión única para los bancos de la eurozona (128 entidades supervisadas directamente por el BCE, el resto indirectamente) y en el pilar de la resolución, capitaneado por la Junta Única de Resolución (SRB), encargada de garantizar la resolución ordenada de los bancos en crisis, minimizando el impacto sobre la economía y las finanzas públicas. Queda pendiente de construir el tercer pilar, esto es, la creación de un fondo de garantía europeo de depósitos (EDIS). Y todos sabemos que las mesas de tres patas, si se quedan con dos, se caen.

Los dos pilares en marcha unifican el marco bancario europeo desde la perspectiva mayorista de los bancos, pero no desde la del cliente. El EDIS permitiría no solo asegurar que los depósitos tengan igual nivel de cobertura independientemente del país en el que se contraen, sino también que esta garantía sea efectiva y no dependa de la solvencia del Estado miembro. Esto, a pesar de la existencia de la Directiva de garantía de depósitos, no ocurre en la actualidad, puesto que sigue persistiendo un vínculo entre los riesgos de los bancos y el de sus respectivos soberanos con consecuencias negativas en el pasado. La ausencia de ese verdadero mercado común de depósitos limita las posibilidades de prestación de servicios transfronterizos y, por lo tanto, la integración financiera.

Los avances en el EDIS (*risk sharing*) aparecen con frecuencia vinculados a la limpieza de balances y la consolidación bancaria (*risk reduction*). Y es que muchos



bancos de la UE siguen necesitando llevar a cabo un saneamiento profundo de balances y otras medidas estructurales que permitan reducir riesgos y costes, así como ganar en eficiencia. España ha dado ejemplo con su respuesta a la crisis bancaria, mediante una severa reducción del número de entidades bancarias, que pasó de 42 a 14, y del número de oficinas y empleados que ha caído en torno al 40%. En otros países, los esfuerzos son menos visibles. Los líderes europeos y las autoridades financieras han señalado la aún importante dimensión de la cartera de préstamos dudosos en algunos bancos y en el conjunto de la UE. Se estima que a mediados de 2017 había cerca de 900.000 millones de euros de créditos dudosos en la UE, con una ratio de dudosa del 4,5% en la UE y del 5,5% en la eurozona. En el caso español, la ratio, en continuado descenso, se situaba en el 5,4%. Esta coyuntura, ha sido contestada por el Consejo Europeo, que en julio 2017 propuso un conjunto de iniciativas para abordarla. El BCE (3) y la Comisión Europea (4) han hecho públicas a su vez sendas propuestas orientadas a acelerar la provisión de los créditos dudosos por parte de las entidades; ambas están pendientes de acuerdo e implementación.

Sea como fuere, el debate *risk sharing vs. risk reduction* es susceptible de ser gestionado. Es preciso hacer esfuerzos en paralelo en ambos terrenos (ajustar y avanzar a la vez) y para ello es importante fijar una ruta clara de progreso en los dos ámbitos para los próximos años. España ha dado muestras inequívocas de apoyar la construcción de un EDIS y completar así la Unión Bancaria. La Comisión ha manifestado una posición favorable a relanzar la negociación para establecer un EDIS en 2018 como una de las fórmulas para completar la Unión Bancaria (5). El problema se plantea en el plano político, en el que los países se encuentran divididos. Quizás, sea este el paso que necesita la UE para seguir construyéndose en 2018 y mostrar que se pueden vencer las diferencias y llegar a acuerdos.

#### 4.2. *La revolución digital 2.0 y el reto de la regulación digital*

El año 2018 nos deparará nuevos desarrollos difíciles de anticipar en lo que a la revolución digital se refiere. Cabe adelantar tres cuestiones clave en los próximos

meses. En primer lugar, en enero de 2018 entra en vigor la segunda directiva de servicios de pago (PSD2) que permite el acceso de terceros a las cuentas de los clientes de un banco, y el inicio de pagos en su nombre, previa autorización del titular de la cuenta. Esta posibilidad abre el mercado de los pagos a empresas que no necesariamente son bancos y con ello se crea un nuevo escenario de competencia que será interesante observar.

En segundo lugar, veremos pasos para adaptar la regulación financiera al nuevo escenario de innovación digital. Con todos los riesgos que esta implique, no son menores los que implicaría que el sector se quedase parado y no evolucionara en este ámbito. Como se ha señalado, la actividad *fintech* supone un reto para el legislador, enfrentado a la necesidad de preservar el *level playing field* pero también de incorporar elementos que promuevan la innovación en el ámbito financiero. Las nuevas *start-ups* financieras también se enfrentarán a un reto pues, a diferencia de los bancos, están menos preparadas para afrontar un marco normativo complejo, pesado y costoso, como es el financiero. En 2018 se esperan iniciativas de la Comisión Europea que aborden algunas cuestiones y una creciente involucración de los reguladores y supervisores nacionales.

En tercer lugar, conviene vigilar con interés el desarrollo de campos de experimentación o *sandboxes* regulatorios, en los que las empresas *fintech* (bancos y *start-ups*) pueden desarrollar sus proyectos de nuevas tecnologías aplicadas a las finanzas bajo un entorno controlado. La creación de estos *sandboxes* sirve de estímulo a la innovación. Muchos países, algunos europeos, tienen ya un marco nacional en este sentido. España debería sumarse a este tipo de iniciativas como fórmula para contribuir a mantener el alto nivel de competencia y eficiencia que ostenta hoy en día el sistema bancario español.

#### 4.3. *La profundización del marco de resolución*

Como hemos señalado, en 2018 muchas entidades europeas se enfrentarán, por primera vez, al cumplimiento de los requisitos individuales de MREL. El SRB ha estimado que el nivel medio de los objetivos de MREL será del 26% de APR, y que el déficit del sistema es de 117.000 millones de euros, de los cuales 47.000 mi-

lones deberán cubrirse con deuda subordinada. Son cifras muy elevadas y un verdadero reto, especialmente para las entidades con menor capacidad de acceso a mercados aún por explorar como es el de la deuda *senior non-preferred*.

#### 4.4. Las fusiones transfronterizas

La integración financiera europea ha retrocedido como consecuencia de la crisis. Los mercados, la actividad e incluso la actitud reguladora se ha renacionalizado. Esto perjudica y contrasta con el espíritu de progreso que inspira la Unión Bancaria. La ausencia de fusiones transfronterizas, que podría estar indicando la persistencia de barreras que impiden disfrutar de las ventajas del Mercado Único, es una señal en este sentido. Sin embargo, existen factores que podrían propiciar que se lleven a cabo en el futuro las fusiones transfronterizas que prueben el valor real de la Unión Bancaria. Por un lado, el actual contexto de exceso de capacidad bancaria, tipos de interés bajos o negativos y curva de tipos plana, que presionan a la baja la rentabilidad de las entidades. Por otro, arrancamos una nueva etapa con más estabilidad regulatoria, marcos normativos e institucionales conocidos y rodados y, previsiblemente, algo más de certidumbre respecto al *Brexit*. Por último,

la perspectiva digital también puede remar a favor de la existencia de entidades paneuropeas, pues aumenta las economías de escala y podrían ser una vía para aprovechar mejor las oportunidades que ofrece la Unión Bancaria.

#### NOTAS

- (1) Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (diciembre 2017), «Basel III: Finalising post-crisis reforms», <https://www.bis.org/bcb/publ/d424.pdf>.
- (2) Comisión Europea (noviembre 2016), «EU Banking Reform: Strong banks to support growth and restore confidence», [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-16-3731\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3731_en.htm).
- (3) Banco Central Europeo (octubre 2017), «Addendum to the ECB Guidance to banks on nonperforming loans: Prudential provisioning backstop for non-performing exposures», [https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/public-cons/pdf/npl2/ssm.npl\\_addendum\\_draft\\_201710.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/public-cons/pdf/npl2/ssm.npl_addendum_draft_201710.en.pdf).
- (4) Comisión Europea (noviembre 2017), «Targeted consultation on statutory prudential backstops addressing insufficient provisioning for newly originated loans that turn non-performing», [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-non-performing-loans-backstops\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-non-performing-loans-backstops_en).
- (5) Comisión Europea (octubre 2017), «Communication from the Commission: Completing the banking union», [https://ec.europa.eu/info/publications/171011-communication-banking-union\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/171011-communication-banking-union_en).



# SECTOR PÚBLICO

**Coordinador**

**José M<sup>a</sup> Espí**

*Departamento de Hacienda y  
Economía Pública, UAM*

# LA FINANCIACIÓN DE LA DEUDA DEL ESTADO

**Emma Navarro Aguilera**

*Secretaria General del Tesoro y Política Financiera*

## RESUMEN

El Tesoro Público ha completado en 2017 otro programa de financiación exitoso, marcando un mínimo histórico en coste medio y máximo histórico en vida media de la deuda en circulación. A pesar de la volatilidad financiera y política, la valoración de la deuda pública española, tanto en términos absolutos como en términos relativos, se ha mantenido estable, lo que ha hecho posible progresar en la diversificación de la base inversora. Así, España está preparada para la progresiva retirada de estímulos monetarios anunciada para los próximos años.

## PALABRAS CLAVE

Tesoro Público, Deuda del Estado, Bonos y Obligaciones del Estado, Letras del Tesoro, Mercado de capitales.

## 1. Introducción

El Tesoro Público ha cerrado el ejercicio 2017 con un programa de financiación muy exitoso, registrando mínimos históricos en el coste medio de la deuda en circulación emitida y alargando la vida media de la cartera de pasivos del Estado.

Sin duda, la evolución económica ha sido el factor determinante para el mercado español de deuda pública. La consolidación de la recuperación económica, con tasas de crecimiento a la cabeza de la eurozona, ha permitido continuar corrigiendo los desequilibrios acumulados en los años anteriores a la crisis. Así lo demuestra la sólida creación de empleo, la prolongación del desapalancamiento del sector privado, la consolidación fiscal y el superávit por cuenta corriente que registra la economía española por quinto año consecutivo. Todo ello apunta a un cambio estructural en el modelo de crecimiento económico hacia uno mucho más equilibrado y sostenible en el tiempo.

También es necesario destacar los eventos políticos que han acontecido a lo largo del año. En efecto, los mercados también se han visto afectados por los distintos procesos electorales con resultados inciertos en varios países europeos, por las negociaciones del *Brexit* y la incertidumbre sobre posibles disrupciones en la continuidad del negocio del sector financiero, y en el

caso de España fundamentalmente por la incertidumbre política en Cataluña. Sin embargo, cabe destacar el buen comportamiento del mercado español de deuda pública: la crisis catalana ha tenido un impacto muy limitado gracias a la confianza de los inversores en la economía española.

Esta confianza se ha visto reflejada en un inicio muy positivo para el programa de financiación en 2018, con nuevas reducciones de costes de financiación y de la prima de riesgo, junto con la mejora de la calificación crediticia de la deuda española en un escalón por parte de Fitch, hasta *A-*. Esto, unido a la esperada evolución favorable de la economía española, serán elementos importantes para consolidar la estrategia actual de financiación del Tesoro y sus objetivos de alargar la vida media de la deuda, diversificar la base inversora, y minimizar los costes de financiación.

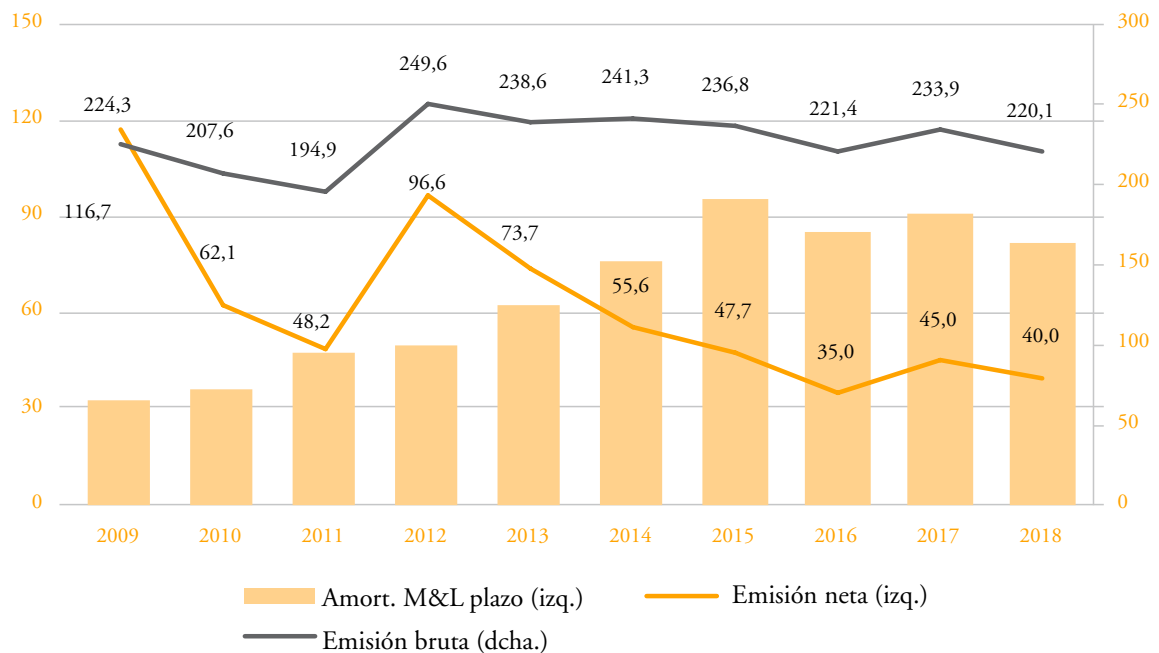
## 2. La financiación del Tesoro en 2017

La emisión bruta del Tesoro en el año 2017 ascendió a 233.900 millones de euros, de los que 139.462 se obtuvieron de la emisión de instrumentos a medio y largo plazo y 94.439 de la emisión de letras del tesoro. Los vencimientos totales durante el año sumaron 188.869 millones de euros, lo que situó la emisión neta en 45.031 millones de euros.

Gráfico 1

## Emisión neta y bruta del Tesoro

(Miles de millones de euros)



Fuente: Tesoro Público.

Como se observa en el gráfico 1, la emisión neta se ha ido reduciendo de manera sostenida entre 2012 y 2016, en paralelo a la consolidación fiscal. En 2017 la emisión neta fue en torno a 10.000 millones de euros superior a la de 2016 y a la previsión de 35.000 millones de euros publicada en la Estrategia de enero de 2017. Esto es coherente con la revisión al alza de las necesidades de emisión neta que se produjo en abril, cuando se anunció la concesión de un préstamo a la Seguridad Social para atender sus necesidades financieras para la cobertura de las pensiones. Cabe destacar que este préstamo, por valor de 10.192 millones de euros, no se tradujo en un aumento del déficit público ni de la ratio deuda/PIB, al tratarse de un mero cambio en la forma de financiación de las cuentas deficitarias de la Seguridad Social que, en lugar de acudir al fondo de reserva, obtuvo un préstamo del Tesoro Público.

Ese incremento de la emisión neta en 2017 se vio reflejado en un aumento de la emisión bruta, que venía reduciéndose también en los últimos años, aunque de

forma menos pronunciada que en el caso de la emisión neta. Este menor descenso de la emisión bruta se explica por el volumen significativo de amortizaciones, como consecuencia del notable ascenso de las emisiones a plazos cortos (de entre tres y cinco años) que se realizaron durante los años más críticos de la crisis, debido a la dificultad de emitir en plazos más largos durante esta etapa.

Uno de los aspectos más significativos de la política de emisiones de 2017 ha sido la reducción de la emisión de letras del tesoro. De hecho, el total de la emisión neta en 2017 se obtuvo de la emisión de instrumentos a medio y largo plazo, siendo la emisión neta de letras negativa por valor de 3.528 millones de euros. Con esto último se intentó, por un lado, continuar alargando la vida media de la deuda del Estado y reducir el riesgo de refinanciación a corto plazo y, por otro, converger con otros emisores europeos en el peso que tienen este tipo de instrumentos sobre la deuda en circulación.

Por otro lado, destaca la amortización anticipada de 3.000 millones de euros del préstamo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), aprovechando el entorno de bajos tipos de interés. Las amortizaciones se realizaron en junio y noviembre de 2017, y representan la quinta y sexta amortización anticipada voluntaria desde que se contrajo el préstamo en 2012. La cantidad amortizada asciende ya a 9.611 millones de euros, quedando pendientes 31.721 millones de euros. La intención es continuar, y si es posible, intensificar el proceso de amortización anticipada durante 2018. Estas operaciones envían una señal de confianza sobre la autonomía de financiación del Tesoro y suponen un ahorro financiero en la carga de intereses, así como la suavización del perfil de vencimientos en los años de vencimiento del préstamo.

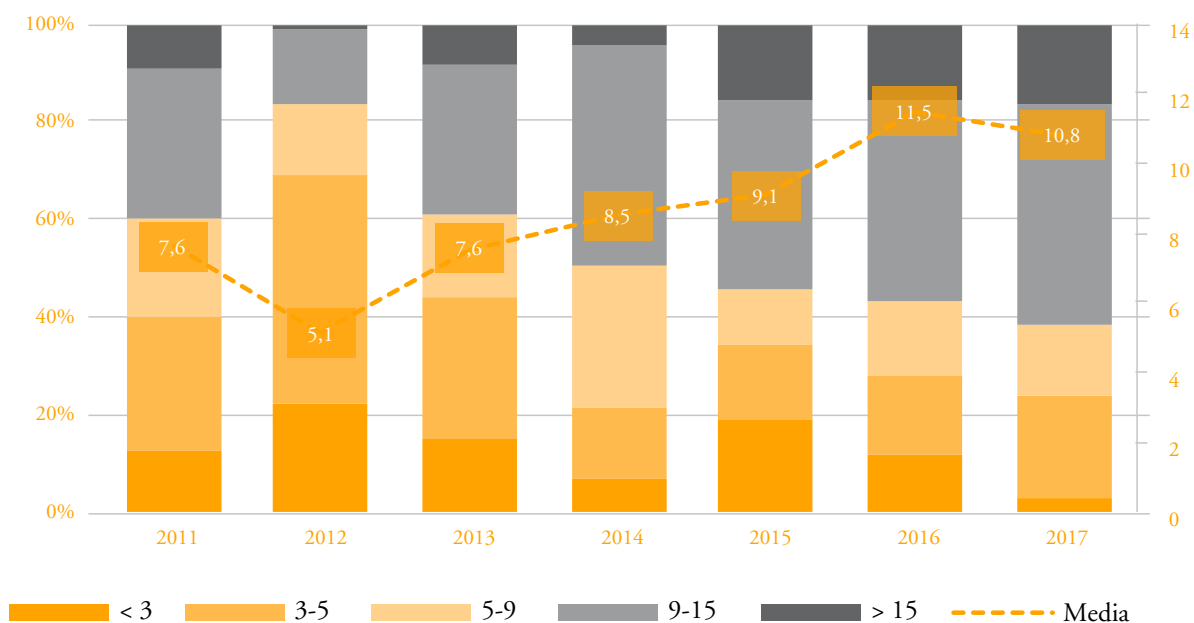
En 2017 también se ha continuado alargando la duración de la cartera de deuda por tres vías: la mencionada emisión neta negativa de letras del tesoro, la menor emisión en los tramos más cortos de la curva de bonos y obligaciones (como se aprecia en el gráfico 2)

y el mantenimiento de la emisión en los tramos más largos (30 y 50 años), que representó aproximadamente un 11% del total emitido a medio y largo plazo en 2017. Como resultado, la vida media de la deuda en circulación se situó a finales de 2017 en 7,13 años, casi un año más que en 2013, como se observa en el gráfico 3. El incremento de la vida media ha sido uno de los objetivos generales del Tesoro en estos años, pero especialmente en el contexto actual en el que se anticipa una subida de tipos de interés generalizada en la eurozona ante una normalización de la política monetaria cada vez más próxima. En efecto, una mayor vida media permite asegurar que los actuales bajos tipos de interés tengan un efecto duradero en el tiempo, ya que los cupones son fijos y se mantendrán en los niveles de estos años hasta que los bonos se amorticen, favoreciendo el control de la carga financiera de la deuda pública.

Un aspecto muy destacable del pasado año ha sido la nueva reducción del coste de la deuda en circulación, que volvió a registrar un nuevo mínimo histórico del

## Gráfico 2

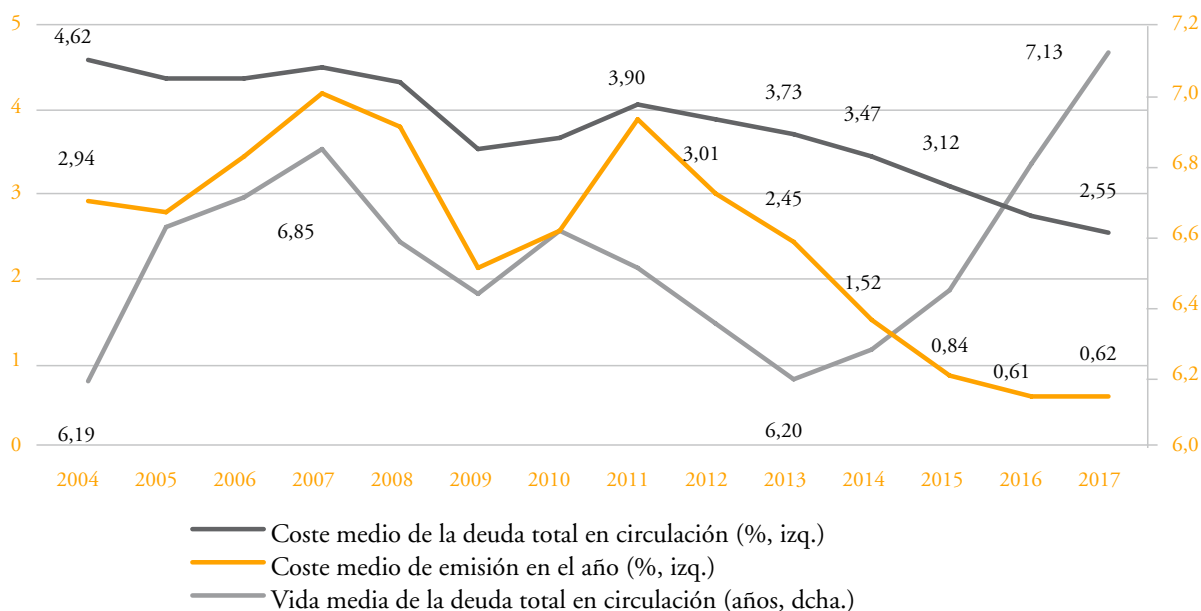
Vida media de los bonos y obligaciones en la emisión y porcentaje que representa cada tramo sobre el total



Fuente: Tesoro Público.

Gráfico 3

## Coste medio de emisión y de la cartera de deuda del Estado en circulación



Fuente: Tesoro Público.

2,55%. Esto es, si cabe, más significativo al haber sido compatible con la estrategia de alargamiento de la cartera. No hay que olvidar que, en términos generales, una mayor vida media conlleva un mayor coste de financiación debido a la mayor incertidumbre asociada a plazos más lejanos, que lleva a los inversores a demandar una rentabilidad más alta por el mayor riesgo asumido. La combinación del descenso en el coste medio de la deuda en circulación y el esfuerzo de consolidación fiscal, ha permitido una reducción de la carga financiera, en términos de Contabilidad Nacional, de un 12% desde el máximo alcanzado en 2014, permitiendo un ahorro de algo más de 3.500 millones de euros. Por su parte, el coste de las nuevas emisiones se mantuvo prácticamente constante respecto al registrado el año anterior y en niveles muy reducidos. En concreto, se situó en 2017 en el 0,62%, con un aumento de un punto básico respecto al mínimo histórico de 0,61% alcanzado en 2016.

En cuanto a los mecanismos de financiación del Tesoro durante 2017, el grueso de la financiación bruta (un 88,2%, por un total de 206.266 millones de euros) se obtuvo, como es habitual, mediante subastas ordina-

rias. En el caso de las letras del tesoro, a lo largo del año se celebraron 24 subastas. En cada una de ellas se emitieron dos tramos y se adjudicaron, en media, 3.880 millones de euros. La ratio de cobertura se situó en 2,23 y siete de las subastas generaron una emisión adicional a través de la denominada *segunda vuelta*, en la que los bancos creadores de mercado tienen una opción de compra adicional, al tipo medio de la subasta, pero dos días después de la misma. Además, la totalidad de las letras se adjudicaron a tipos negativos, que en media fueron del -0,36% (frente al -0,17% de 2016).

En lo que se refiere a los bonos y obligaciones, se celebraron 23 subastas durante el año, 17 de las cuales generaron emisión adicional a través de la segunda vuelta. En cada subasta se adjudicaron, en media, 4.486 millones de euros, con una ratio de cobertura de 2,14. El coste medio de emisión de los bonos fue de 0,26% (frente al 0,33% de un año antes) y el de las obligaciones de 1,90% (1,87% en 2016).

El 11,5% del programa de financiación (26.836 millones de euros) se cubrió mediante el procedimiento de sindicación bancaria. Esta técnica se suele utilizar para

la emisión de referencias de nueva creación a plazos largos (generalmente a partir de 10 años), ya que permite alcanzar rápidamente el saldo vivo necesario para que sean suficientemente líquidas desde el principio. Adicionalmente, la sindicación otorga al emisor la ventaja de poder controlar la distribución del tramo emitido entre los inversores finales, lo que permite mejorar la base inversora cualitativamente y facilita así el buen comportamiento posterior del bono en el mercado secundario. Esta fue la técnica de emisión utilizada en 2017 por el Tesoro Público para lanzar cuatro nuevas obligaciones del Estado: dos referencias a 10 años, una referencia a 15 años y una obligación del Estado a 10 años indexada a inflación de la zona euro.

Finalmente, el restante 0,3% del programa (798 millones de euros) se obtuvo a través de dos nuevos préstamos otorgados por el Banco Europeo de Inversiones, que suele ofrecer condiciones más favorables que las que normalmente obtiene el Tesoro.

A lo largo de todo el ejercicio 2017 hubo una elevada demanda de valores del Tesoro, como se observa en la

ratio de cobertura, representada en el gráfico 4, que mide la relación entre la cantidad total solicitada de instrumentos del Tesoro y la cantidad adjudicada. Teniendo en cuenta subastas y sindicaciones, la ratio de cobertura se situó en media en 2,43 en 2017. Es decir, la demanda más que duplicó la cantidad adjudicada, una muestra clara del interés y la confianza de los inversores.

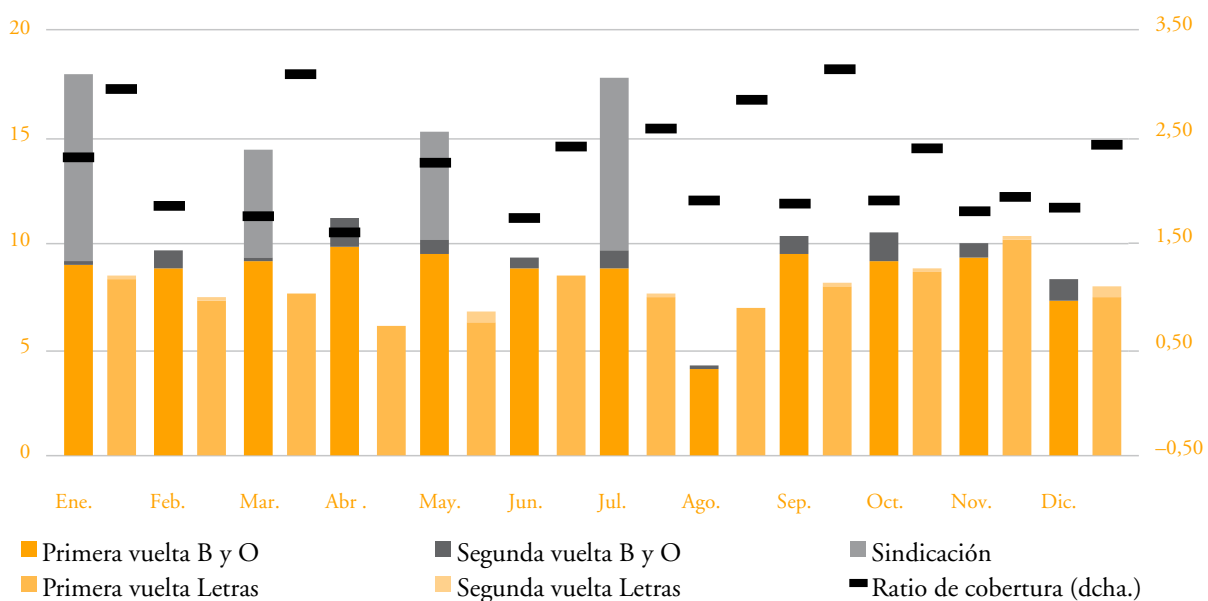
### 3. El programa de emisión de bonos y obligaciones ligados a la inflación europea

En el año 2017 el Tesoro Público se ha consolidado definitivamente como emisor regular y de referencia de bonos ligados a la inflación europea. Entre los objetivos que se persiguen con estos bonos destaca, en primer lugar, la diversificación de la base inversora mediante el acceso a inversores con intereses particulares en activos que protejan frente a la inflación. A medida que el Tesoro Público ha ido aumentando sus necesidades de financiación, se ha evidenciado la necesidad de una diversificación estructural de sus pasivos para

#### Gráfico 4

#### Ejecución de la emisión de letras y de bonos y obligaciones del Estado

(Miles de millones de euros)



Fuente: Tesoro Público.



quitar cierta presión sobre los bonos nominales, con unos volúmenes en circulación considerables. En segundo lugar, los bonos ligados a la inflación favorecen la estabilización de la carga financiera de la deuda, al adecuar los pasivos financieros ligados a la inflación (europea) a ingresos tributarios vinculados a la inflación (en este caso española). Si bien existen diferencias entre la inflación europea y la española, se observa una elevada correlación entre ambas.

Desde que en 2014 el Tesoro Público lanzara el programa de emisiones ligadas a la inflación europea, el objetivo fundamental del mismo ha sido construir una curva amplia y líquida de estos instrumentos. Dicho objetivo se ha reafirmado en 2017, emitiendo 12.406 millones de euros (un 8,9% del total de la emisión a medio y largo plazo, superior al 6,5% registrado en 2016). Destaca, además, que en 2017 aumentó la regularidad de la oferta española ligada a la inflación (como se advierte en el gráfico 5) emitiendo por primera vez una referencia ligada a la inflación en la primera subasta de todos los meses, excepto en abril, cuando se lanzó una nueva referencia a 10 años por el método de sindicación, por 5.000 millones de

euros, introduciendo así la quinta referencia de la curva ligada a la inflación.

Como resultado, se ha ido incrementando el peso de las emisiones ligadas a la inflación en el total de la cartera de deuda pública hasta superar en 2017 el 4,3% del total de deuda del Estado en circulación, equivalente a un volumen acumulado desde su lanzamiento de 41.803 millones de euros. La presencia constante del Tesoro en este segmento del mercado le ha permitido dotar de liquidez y predictibilidad al programa y, sobre todo, consolidarse como un emisor de referencia en este ámbito, junto a países como Francia, Italia y Alemania.

#### 4. Evolución de la base inversora del Tesoro

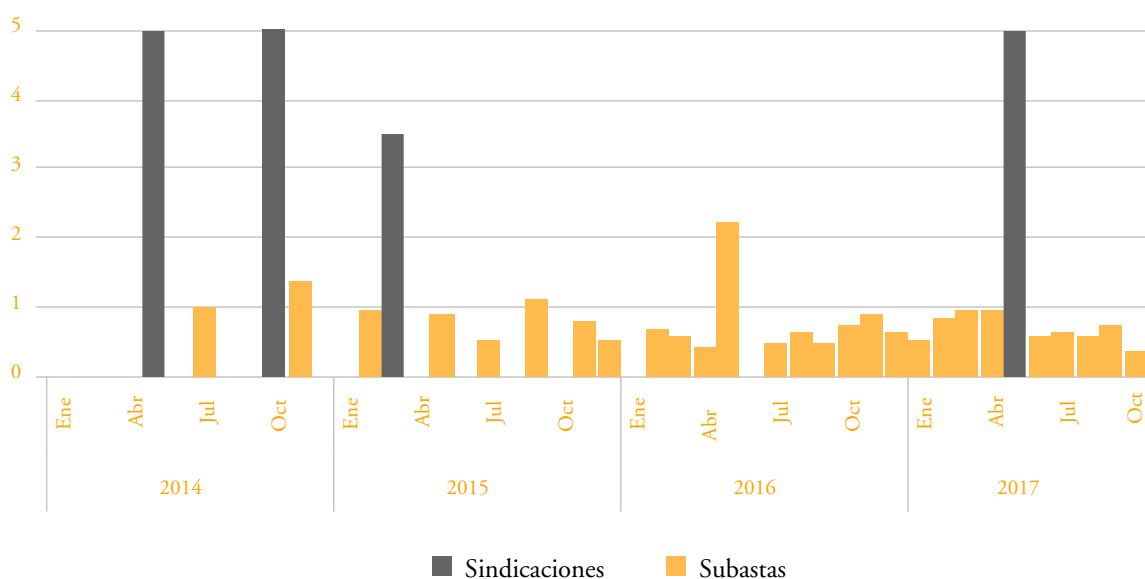
En los últimos años, se han producido cambios importantes en la distribución de la deuda del Estado.

Por un lado, destaca el protagonismo de los inversores no residentes en las tenencias de la deuda del Estado, que llegaron a ostentar el 44% de la misma en 2017, en claro contraste con los años de crisis más severa

#### Gráfico 5

#### Emisión de bonos y obligaciones ligados a la inflación europea

(Miles de millones de euros)



Fuente: Tesoro Público.

como 2012, en que las tenencias de no residentes se redujeron hasta el 30%. Lo contrario ha ocurrido con los inversores residentes (excluyendo el Banco de España), que fueron mayoritarios durante los años de crisis, llegando a representar un 59% de las tenencias en 2012, frente al 30% que han supuesto en 2017. De esta forma se ha logrado una distribución más equilibrada de los inversores de deuda pública desde el punto de vista geográfico, lo que ayuda a diversificar riesgos y, por tanto, se considera un factor adicional que contribuye a reforzar la sostenibilidad de la deuda.

Por otra parte, el Eurosistema ha continuado implementando el programa de compra de activos introducido en 2015, lo que ha constituido un factor condicionante para todos los mercados de renta fija europeos en 2017. Aunque el ritmo de compras se redujo ligeramente desde el pasado abril, el programa ha contribuido al mantenimiento de unas condiciones monetarias favorables que han beneficiado a todos los emisores europeos. En este contexto, el Banco de España ha pasado de ostentar una proporción menor de la deuda pública hasta 2014 (4,5% del total), a ser uno de los principales tenedores de deuda

soberana española, con algo más del 20% de la misma en 2017.

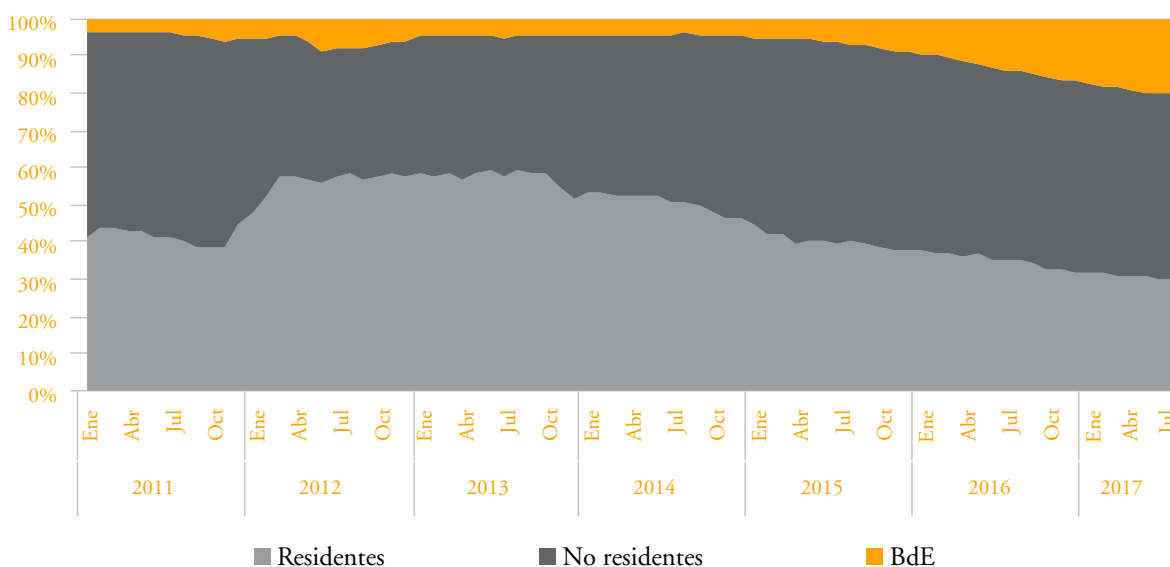
A partir de 2018 el volumen de compra de activos del Eurosistema se reducirá a la mitad –de 60.000 a 30.000 millones de euros mensuales–, lo que hace previsible una desaceleración del ritmo de crecimiento de las tenencias del Banco de España. Cuando finalice el programa, se espera que las tenencias del Banco de España se mantengan estables debido a la política de reinversiones que ha anunciado el BCE. El plan de la autoridad monetaria europea es mantener el tamaño de su balance a través de reinversiones de los bonos que vayan venciendo, de manera que el impacto del llamado *tapering* sea más suave que el que se produciría en caso de una eliminación total de las compras de bonos. La cadencia de las mencionadas reinversiones será un aspecto a tener en cuenta en la gestión de la financiación en 2018 (gráfico 6).

### 5. Evolución del mercado secundario

A lo largo de 2017 el rendimiento de la deuda pública española a 10 años ha oscilado entre un máximo de

#### Gráfico 6

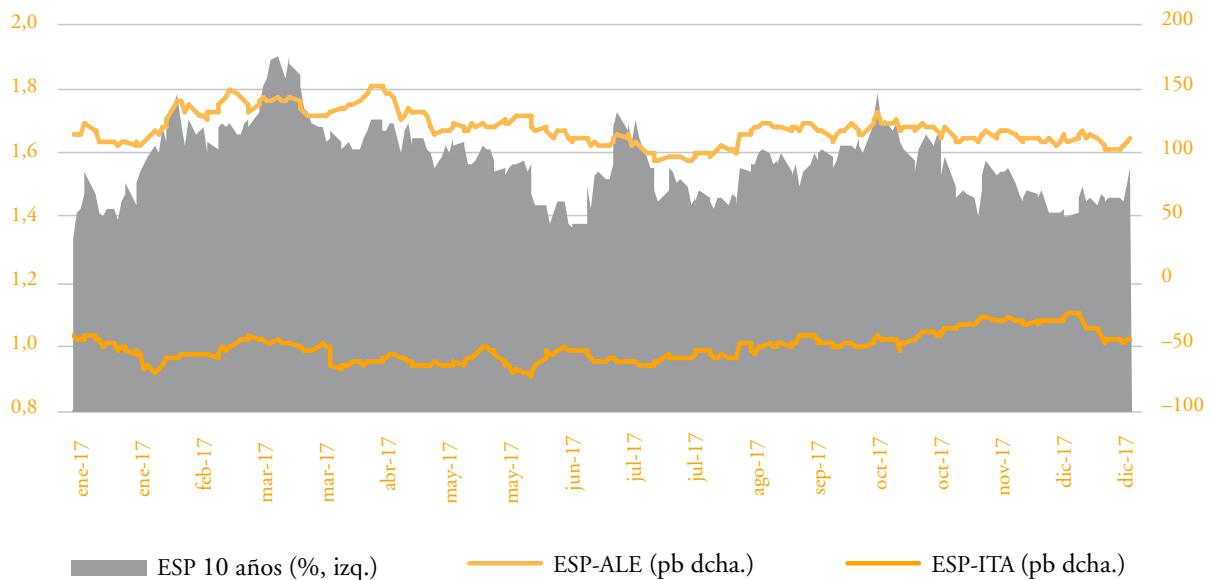
Tenencias registradas del Banco de España, inversores residentes y no residentes (Porcentaje del total)



Fuente: Tesoro Público.

Gráfico 7

## Rentabilidad española a 10 años y diferenciales contra Alemania, Italia



Fuente: Bloomberg.

1,91% y un mínimo de 1,33%, en función de distintos acontecimientos políticos, así como de la oferta y la demanda de deuda soberana. Sin embargo, como se observa en el gráfico 7, la evolución del bono español a 10 años se ha mantenido bastante estable, al igual que el diferencial de la deuda española frente a la alemana y la italiana. Incluso en los momentos de mayor incertidumbre política en Cataluña, se ha puesto de manifiesto la confianza de los inversores en la fortaleza de la economía española, de manera que el bono a 10 años se comportó satisfactoriamente, con movimientos de apenas 10 puntos básicos durante el mes de octubre, tanto en rentabilidad absoluta, como en diferenciales. En efecto, se observa cómo el rendimiento de la deuda española a 10 años termina en niveles similares a los de inicio de año, en 1,56%. Lo mismo ocurre con el diferencial con Alemania, que comenzó el año en 114,30 puntos básicos y terminó en 113,50, mientras que el diferencial con Italia se movió desde los -42,10 puntos básicos a principios de año a -44,7 al cierre del mismo.

Este sólido comportamiento de la deuda pública española se debe en gran medida a la percepción que tienen los inversores sobre su liquidez y sostenibilidad. Esta

última se ve influida por varios factores: el crecimiento económico, que en 2017 registró por tercer año consecutivo una tasa superior al 3% y se prevé que continúe en una senda positiva gracias a las reformas acometidas en el pasado reciente; la consolidación fiscal, habiéndose contraído el déficit público en más de cinco puntos porcentuales del PIB entre 2011 y 2016; la inflación que, si bien ha estado estancada estos últimos años, presenta ya síntomas de repunte; y la evolución de los tipos de interés que, hasta ahora, se han mantenido en niveles muy bajos, aunque es previsible que puedan iniciar en 2018 un aumento moderado en toda la zona euro. En definitiva, se aprecia una continua mejora de los principales determinantes de la sostenibilidad de la deuda, que ayudan a explicar los logros conseguidos en la gestión financiera del Estado en 2017.

## 6. Conclusión

El ejercicio 2017 ha sido un año muy positivo en términos de la gestión de la deuda del Estado. De cara al ejercicio 2018, se espera continuar en la misma línea, con un programa muy similar. Los principales objetivos del Tesoro continuarán siendo alargar

la vida media de la cartera de deuda en circulación, diversificar la base inversora, y minimizar los costes de financiación.

Se prevé que en 2018 la emisión neta se reduzca a 40.000 millones de euros, que se obtendrán mediante una emisión bruta a medio y largo plazo de 126.310 millones de euros, tras cubrir vencimientos de 81.310 millones de euros, y una emisión neta negativa de letras del tesoro por valor de 5.000 millones de euros. Esto permitirá seguir alargando la vida media de la deuda en circulación. En total se prevé una emisión bruta de 220.145 millones de euros, un 5,9% inferior a la de 2017. Esta estimación se basa en la previsión de una reducción del déficit público, en línea con los compromisos asumidos en el Programa de Estabilidad, en la concesión de un nuevo préstamo a la Seguridad Social y en el mantenimiento de los mecanismos de financiación de las comunidades autónomas y las entidades locales en un nivel similar al de 2017.

Existen diferentes retos a los que los mercados de renta fija deberán hacer frente a lo largo del ejercicio 2018. Entre ellos, es previsible que se produzca un punto de inflexión en la política monetaria que condicionará el devenir de los mercados de capitales, que deberán adaptarse a un nuevo entorno más acorde a la recuperación económica que vivimos. Asimismo, y como es habitual en los mercados financieros, la agenda política condicionará el comportamiento y las expectativas de los agentes intervinientes en los mercados. Por último, España cuenta con un nivel de deuda acumulada muy elevado, que hay que continuar reduciendo en el futuro próximo mediante el compromiso con la consolidación fiscal.

Por ello resulta fundamental salvaguardar la confianza ganada en los últimos años a través de importantes reformas estructurales que han apuntalado el crecimiento económico, y continuar implementando una política de financiación prudente que fortalezca la sostenibilidad de la deuda pública.

## UN EJERCICIO PRESUPUESTARIO SINGULAR

**Victorio Valle**

UNED. FUNCAS

**Reyes Navarro**

UNED

**M<sup>a</sup> Jesús Fernández**

FUNCAS

---

### RESUMEN

El artículo analiza el comportamiento de las Administraciones públicas de la economía española en un año que presupuestariamente ha sido singular por su iniciación en el mes de junio. En suma, 2017 presenta una reducción significativa del déficit público, consecuencia de la mejoría de la situación económica que ha permitido la reducción del gasto y el aumento de los ingresos públicos y que ha alejado el riesgo de explosividad de la deuda, aunque su elevada cuantía sigue necesitando con urgencia un intenso desapalancamiento.

### PALABRAS CLAVE

Activos financieros, Pasivos financieros, Deuda pública, Déficit público, Administraciones públicas, Presupuestos Generales del Estado, Saldo cíclico, Saldo estructural, Explosividad de la deuda pública, Balance patrimonial.

---

### 1. Introducción

Con el fin de conocer la actividad presupuestaria pública y sus condicionantes en el ejercicio 2017, es necesario tener en cuenta la situación política a lo largo del año 2016. El 20 de diciembre de 2015 tuvo lugar la primera convocatoria de elecciones generales y, ante la falta de acuerdo, la convocatoria de nuevas elecciones quedó fijada para el día 26 de junio de 2016. En estas segundas elecciones revalidó su posición como partido más votado el actual presidente del Gobierno, siendo investido el día 31 de octubre de 2016. Este retraso en la formación de Gobierno supuso tener que prorrogar los presupuestos del año anterior, los de 2016, ya que, según el artículo 134.4 de la Constitución española, *si la Ley de Presupuestos no se aprobara antes del primer día del ejercicio económico correspondiente, se considerarán automáticamente prorrogados los Presupuestos del ejercicio anterior hasta la aprobación de los nuevos.*

Hasta el 29 de junio de 2017 no entraron en vigor los Presupuestos Generales del Estado de 2017, tras su aprobación en el Congreso en mayo. Sin embargo, la situación en Cataluña, con la votación de la declaración

unilateral de independencia, la aplicación del artículo 155 y las elecciones del 21 de diciembre han complicado notablemente el ejercicio. En definitiva, no cabe duda de que 2017 presupuestariamente ha sido un año singular.

### 2. Un breve repaso de las principales características de la economía española en el momento actual

Como todos los años, parece lógico comenzar preguntándonos por la evolución de la economía española que debe constituir el marco de referencia para la actividad presupuestaria.

Con datos aún incompletos para el cuarto trimestre, se puede estimar que la economía española creció un 3,1% en 2017, sensiblemente por encima del 2,5% contemplado por el Gobierno en los Presupuestos Generales del Estado para dicho año (PGE-2017) aprobados en el mes de junio. Dicha previsión, ya por esas fechas, se podía calificar de conservadora, puesto que se encontraba por debajo de la previsión de consenso, que por aquel entonces se situaba cerca del 3%.

Pese a que el crecimiento del PIB real fue superior al previsto, la previsión para el crecimiento del PIB a precios corrientes, que los PGE-2017 situaban en el 4,1%, fue muy cercana al resultado final, ya que la desviación a la baja en la cifra de crecimiento real fue compensada por una desviación al alza en la previsión del deflactor del PIB, situada en un 1,6% –el dato final estuvo en torno al 1,2%–.

El crecimiento del PIB en 2017 procedió de una aportación de la demanda nacional de en torno a 2,6 puntos porcentuales, por encima de los 2,1 puntos porcentuales proyectados en los PGE-2017, mientras que la aportación contemplada por estos para el sector exterior, 0,4 puntos porcentuales, se situó más en línea con el resultado definitivo. Esta aportación positiva del sector exterior al crecimiento del PIB por segundo año consecutivo, en un contexto de gran dinamismo de la demanda nacional, constituye uno de los rasgos más destacables de la evolución de la economía española en 2017, que parece confirmar la materialización de un cierto cambio estructural en su patrón de crecimiento.

El crecimiento previsto por los PGE-2017 para consumo privado en términos reales fue del 2,6%, alguna décima porcentual por encima del dato definitivo, que no superó el 2,5%. No obstante, el 4,1% de crecimiento esperado para el consumo en términos nominales –que es la variable más relevante a la hora de calcular el crecimiento de uno de los elementos clave de los presupuestos públicos, como es la recaudación por IVA– fue infraestimado, aunque no excesivamente –en torno a tres décimas porcentuales–.

El origen de la diferencia entre el crecimiento real del PIB contemplado en los PGE-2017 y el resultado final se encuentra básicamente en la previsión para el crecimiento de la inversión, que el documento estimó en un 2,5%, cifra muy alejada del 4,9% en torno a la cual se situó el dato definitivo.

También se infraestimó en varias décimas porcentuales el crecimiento del empleo, con una previsión del 2,5%. No obstante, la previsión implícita que contienen los PGE-2017 con respecto al crecimiento de las remuneraciones salariales totales –otra variable relevante por su influencia en la estimación de otros dos componentes clave de los presupuestos: la recaudación por IRPF y las cotizaciones sociales– fue sobrestimada, puesto

que el documento preveía un aumento del salario medio por trabajador del 1,3%, cuando su crecimiento no superó el 0,2%. Finalmente, la tasa de desempleo ha sido cuatro décimas porcentuales inferior al 17,5% proyectado por el Gobierno.

Por otra parte, en cuanto a las hipótesis básicas de partida para la elaboración del escenario para 2017 –las relativas al crecimiento esperado para el PIB mundial, el tipo de cambio, el precio del petróleo y los tipos de interés– tan solo cabe señalar que el tipo de cambio del euro fue sensiblemente superior al proyectado (1,13 frente a 1,07), mientras que el tipo de interés de la deuda a largo plazo fue claramente inferior (1,56% frente a una previsión del 2%).

En suma, se puede decir que el cuadro macroeconómico de los PGE-2017 fue, en general, conservador, tanto en relación a las previsiones que manejaban los analistas como a la luz de los resultados finales, si bien sobrestimó alguna variable nominal de cierta relevancia a la hora de determinar la previsión de ingresos públicos.

### 3. La adecuación de la actividad presupuestaria a la situación económica

En este epígrafe vamos a analizar el comportamiento del sector de las Administraciones públicas españolas en 2017, a partir de los datos y estimaciones más fiables de los que disponemos en estos momentos. Para ello utilizaremos las estimaciones (según FUNCAS) de las principales magnitudes presupuestarias al término de 2017, que se recogen en el cuadro 1.

Si observamos las cifras de dicho cuadro, podemos destacar los siguientes datos:

1. A grandes rasgos, la liquidación de 2017 ha variado respecto a la de 2016 principalmente por el lado de los gastos públicos que han bajado más de un punto. Por su parte, los ingresos no financieros se han mantenido, en su mayoría debido a los ingresos tributarios. En el déficit público, sin ayudas a instituciones financieras, se prevé una reducción de 1,15 puntos, situándose en 2017 en el 3,1% del PIB frente al 4,29% de 2016. Se espera, por tanto, el cumplimiento del objetivo de déficit este año, mientras que el próximo ejercicio, si no se adoptan medidas

**Cuadro 1****Cuenta de las Administraciones públicas (Enero 2018)**

(Base 2010, porcentaje PIB)

	2014	2015	2016	2017*	2018*
<b>1. Total recursos no financieros</b>	<b>38,88</b>	<b>38,49</b>	<b>37,70</b>	<b>37,68</b>	<b>37,85</b>
Ingresos tributarios	33,61	33,59	33,20	33,36	33,57
<b>1.1. Recursos corrientes</b>	<b>38,30</b>	<b>37,87</b>	<b>37,26</b>	<b>37,31</b>	<b>37,48</b>
1.1.1. Impuestos producción e importación	11,53	11,81	11,56	11,68	11,89
1.1.2. Impuestos renta y patrimonio	10,18	10,11	9,90	9,94	9,97
1.1.3. Cotizaciones sociales efectivas	11,77	11,54	11,50	11,58	11,54
1.1.4. Otros ingresos corrientes	4,83	4,41	4,29	4,12	4,08
<b>1.2. Recursos de capital (a)</b>	<b>0,58</b>	<b>0,63</b>	<b>0,44</b>	<b>0,37</b>	<b>0,37</b>
<b>2. Total empleos no financieros (sin ayudas a inst.)</b>	<b>44,72</b>	<b>43,72</b>	<b>41,99</b>	<b>40,83</b>	<b>40,10</b>
2.b. Total empleos sin intereses (2-2.1.3)	41,24	40,64	39,18	38,31	37,88
<b>2.1. Empleos corrientes</b>	<b>41,80</b>	<b>40,52</b>	<b>39,46</b>	<b>38,39</b>	<b>37,66</b>
2.1.1. Remuneración de asalariados	11,10	11,05	10,85	10,60	10,43
2.1.2. Consumos intermedios e impuestos producción	5,36	5,37	5,13	5,07	5,05
2.1.3. Intereses y otras rentas propiedad	3,48	3,08	2,81	2,52	2,22
2.1.4. Prestaciones sociales	16,48	15,79	15,54	15,21	15,06
2.1.5. Transferencias sociales en especie	2,67	2,61	2,59	2,51	2,46
2.1.6. Otras transferencias corrientes	2,72	2,61	2,54	2,49	2,46
<b>2.2. Empleos de capital</b>	<b>2,91</b>	<b>3,21</b>	<b>2,53</b>	<b>2,44</b>	<b>2,43</b>
2.2.1. Formación bruta de capital (b)	2,22	2,58	1,99	1,93	1,93
2.2.2. Transferencias de capital	0,69	0,62	0,53	0,51	0,50
<b>3. Cap. (+) o Nec. (-) Financ. sin ayudas a inst. financ.</b>	<b>-5,84</b>	<b>-5,23</b>	<b>-4,29</b>	<b>-3,14</b>	<b>-2,25</b>
4. Déficit/superávit primario (3-2.1.3)	-2,36	-2,14	-1,48	-0,62	-0,03
5. Ayudas a instituciones financieras	-0,13	-0,05	-0,21	-0,03	0,00
<b>6. Déficit con ayudas a instituciones financieras (3+5)</b>	<b>-5,97</b>	<b>-5,28</b>	<b>-4,50</b>	<b>-3,17</b>	<b>-2,25</b>
7. Déficit primario con ayudas a instituciones financ. (4+5)	-2,49	-2,19	-1,69	-0,65	-0,03
<b>8. Deuda bruta</b>	<b>100,37</b>	<b>99,44</b>	<b>98,99</b>	<b>97,97</b>	<b>96,56</b>

\* Previsión.

(a) Incluye el ajuste por recaudación incierta.

(b) Incluye adquisición neta de activos no financieros no producidos (terrenos).

Fuentes: 2011, 2012 IGAE, INE; 2013, previsiones FUNCAS.

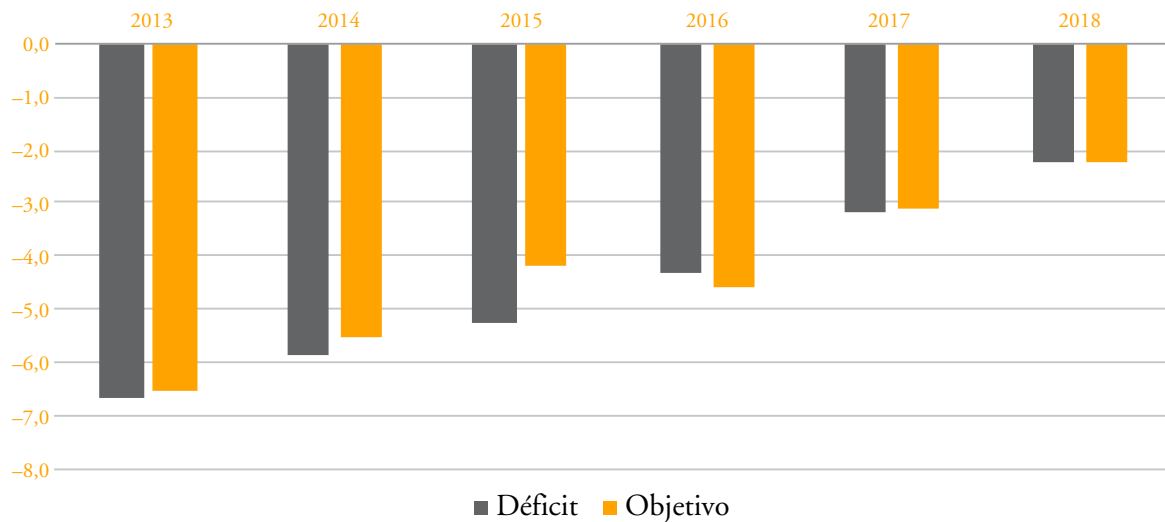
adicionales, se podría superar ligeramente el objetivo situado en el 2,2% del PIB. Como podemos observar en el gráfico 1, el incumplimiento continuo de los objetivos de déficit en 2013, 2014 y 2015, cambió de sentido en 2016, año en el que el déficit efectivo fue inferior al objetivo fijado previamente.

2. Los empleos no financieros se han reducido casi 1,16 puntos, situándose en 2017 en el 40,83% del PIB (41,99% en 2016). En cuanto a los empleos corrientes, se debe principalmente a los intereses (0,29 puntos de PIB) derivados del descenso del endeudamiento y de los tipos de interés y a las prestaciones sociales ante

Gráfico 1

## Déficit efectivo de las Administraciones públicas y objetivo

(Porcentaje PIB)



Fuente: Elaboración propia.

una mejora del paro (0,33 puntos de PIB), cuya tasa se sitúa en el 17,1% en 2017 frente al 19,6% del año anterior. En cuanto a los empleos de capital, la inversión pública se ha mantenido prácticamente igual que en 2016. El escenario central contempla un gasto público que dedica un esfuerzo constante a la satisfacción de los servicios básicos y de las necesidades sociales.

3. Un comentario adicional merece la composición del déficit actual. Basándonos en el cuadro 2, no solo existe un desequilibrio generalizado que afecta a todas las Administraciones públicas (incluida la Seguridad Social), sino que además su naturaleza es esencialmente estructural. Esto quiere decir que, aunque nuestra economía alcanzara una situación próxima al pleno empleo de los recursos productivos, seguiría existiendo un déficit importante. El cuadro confirma la presencia de un elevado saldo estructural negativo que la Hacienda española viene arrastrando de forma persistente.

4. En cuanto a la deuda pública, pese a la recuperación económica, algunos países de la zona euro, en particular Grecia, Italia y Portugal, y en cierta medida también España, siguen soportando el lastre de un alto nivel de endeudamiento público motivado por la caída de ingresos por la crisis financiera iniciada en 2008 y el aumento del

gasto público en estos años, sin olvidar el elevado nivel de evasión y defraudación impositiva que existe en España. De todos es sabido las implicaciones negativas de un alto endeudamiento, que ocasiona problemas tales como:

- La disminución de la posibilidad de canalización del ahorro hacia el sector privado, dificultando su acceso al crédito, con el consiguiente impacto negativo en el consumo privado y la inversión.
- El incremento en los costes financieros que obliga a elevar impuestos (dado que exige superávit presupuestarios primarios más elevados), lastra el crecimiento económico y, en consecuencia, genera una reducción de los ingresos públicos.
- La necesidad de tener que refinanciar de forma periódica altos volúmenes de deuda incrementa el riesgo potencial de impago (*shock* de deuda). Aunque es cierto que algunos países con alto endeudamiento estructural como, por ejemplo, Japón (con una tasa de endeudamiento superior al 200% del PIB), tienen una alta calidad crediticia y se han financiado tradicionalmente a tipos de interés bajos, estos tienden a ser una excepción y se produce principalmente en países donde una parte significativa de dicho endeudamiento viene del sector



**Cuadro 2****Desequilibrios presupuestarios**

(Porcentaje PIB)\*

	2012	2013	2014	2015	2016	2017**	2018**
1. Ahorro bruto	-3,66	-4,01	-3,50	-2,65	-2,21	-1,08	-0,18
2. Déficit efectivo	-10,47	-6,99	-5,97	-5,28	-4,50	-3,17	-2,25
3. Déficit sin ayudas a entidades financieras	-6,79	-6,67	-5,84	-5,23	-4,29	-3,14	-2,25
4. Componente cíclico	-3,31	-5,51	-5,03	-2,96	-1,31	-0,12	0,41
5. Componente estructural (discrecional) (3-4)	-3,48	-1,16	-0,81	-2,27	-2,98	-3,02	-2,66
5.1. Estructural permanente	-6,50	-4,51	-3,93	-4,51	-5,27	-5,05	-4,49
5.2. Estructural ocasional	3,02	3,35	3,13	2,24	2,29	2,03	1,83
6. Necesidad de endeudamiento	-21,84	-12,94	-10,28	-6,47	-6,65	-5,25	0,00
7. Déficit primario	-7,18	-7,49	-3,51	-2,49	-2,20	-1,70	-0,66
8. Déficit primario sin ayud. Entid. Finan.	-7,50	-3,62	-2,59	-2,14	-1,48	-0,62	-0,03
9. Déficit neutral	-1,59	-2,51	-2,31	-1,44	-0,76	-0,26	-0,04
10. Saldo beligerante	-5,20	-4,16	-3,53	-3,79	-3,53	-2,88	-2,21

(\*) El componente cíclico se identifica con el derivado de los cambios automáticos en ingresos y gastos públicos causados por las partidas presupuestarias que reaccionan, sin mediar actuación pública intencional, a los cambios del ciclo económico, y el componente estructural (discrecional) se identifica con la parte del saldo efectivo que permanece incluso en pleno empleo por ser independiente de la coyuntura. Este saldo estructural lo podemos descomponer en una parte que denominamos estructural permanente, con un sentido más estricto, de otra que podríamos denominar estructural ocasional, que es aquella parte del saldo estructural que no es permanente, es decir deriva de decisiones que no implican variación ni en las normas tributarias ni en los criterios que determinan la eficiencia en la prestación de los servicios por lo que es simplemente reflejo de decisiones administrativas cuya adopción y revocación no implican ningún esfuerzo ni legislativo ni de cambio en las raíces que determinan la estructura de gastos e ingresos públicos, pero cuya vocación es ocasional y no de permanencia, y que lógicamente habrán de desaparecer más pronto o más tarde. Como en artículos anteriores, el componente estructural permanente lo obtenemos como diferencia entre los ingresos tributarios y una suma de gastos entre los que se integran: el consumo público, las prestaciones sociales (excluidas las prestaciones por desempleo que tienen un carácter cíclico), los intereses y el consumo de capital fijo, esto es la depreciación.

\*\* Previsión.

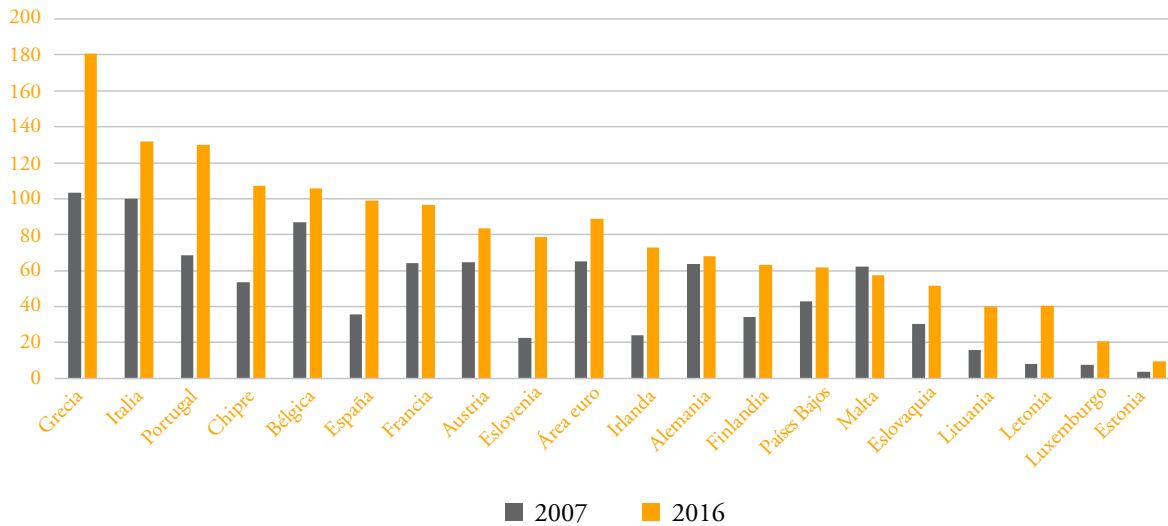
Fuente: Elaboración propia a partir del cuadro 1.

exterior. En cuanto a la zona euro, dicho riesgo es ahora altamente improbable por la intervención del Banco Central Europeo comprando deuda pública e inyectando liquidez en el sistema, es previsible que dicha política de estímulos se vaya reduciendo gradualmente en el futuro.

– La explosividad de la deuda pública. Se dice que la deuda o el sistema de endeudamiento se adentra en una zona de explosividad cuando el tipo de interés al que se emite la deuda es mayor que la tasa de crecimiento de la economía, ya que cuanto más crece el PIB menor es la tasa de endeudamiento, pero como la carga por intereses crece más que el PIB, al final aumentan el dé-

ficit y el endeudamiento. Siguiendo a Doménech, R. y González Páramo, J. M. (2017) y como podemos ver en el cuadro 3, a partir del año 2015 se aprecia cierta ralentización de la explosividad de la deuda pública dado que el tipo efectivo medio de la deuda es menor que la tasa de crecimiento de la economía. Ahora bien, aunque la sostenibilidad de las cuentas públicas ha mejorado en los últimos años, los riesgos siguen siendo elevados, sobre todo en la medida en que los tipos de interés pueden aumentar rápidamente en respuesta a medidas de política monetaria, mientras que el crecimiento de la economía española se irá acercando a su nivel potencial, lo que implica un crecimiento más moderado.

**Gráfico 2**  
**Deuda de las Administraciones públicas**  
 (Porcentaje PIB)



Fuente: Elaboración propia.

**Cuadro 3**  
**Explosividad de la deuda pública**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tipo efectivo medio de la deuda $i$	3,33	3,78	3,79	3,81	3,57	3,15	2,88	2,61
PIB observado, crecimiento nominal $p$	0,17	-0,97	-2,86	-1,36	1,18	4,06	3,57	4,33
Explosividad de la deuda ( $i > p$ )	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	No	No

$i$ : Tipo efectivo medio de la deuda son los intereses del periodo  $t$  divididos entre la media de la deuda pública de los periodos  $t$  y  $t-1$

$p$ : PIB observado, crecimiento nominal

Nota: Aunque la teoría económica de la Hacienda pública establece esta formulación en términos de tasas reales, aquí utilizamos tipos de interés y tasas de crecimiento nominales, ya que al emplear el mismo deflactor la comparación no se ve afectada.

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

#### 4. El desalancamiento público como objetivo

A punto de superarse el problema del déficit público, la deuda pública se erige en el principal obstáculo para rescatar a la política presupuestaria cuya contribución al equilibrio global es indispensable.

En cuanto a los pasos correctos para reducir el endeudamiento, los gobiernos deben tomar las medidas adecuadas para evitar que el país quede ahogado en deudas

y sin posibilidad de recuperar la senda de crecimiento económico. En primer lugar, y de forma prioritaria, habría que buscar políticas de índole fiscal, pero haciendo hincapié en un ajuste gradual pero sostenido a medio plazo, y no solo mediante políticas restrictivas a corto, ya que puede producirse una reducción del PIB.

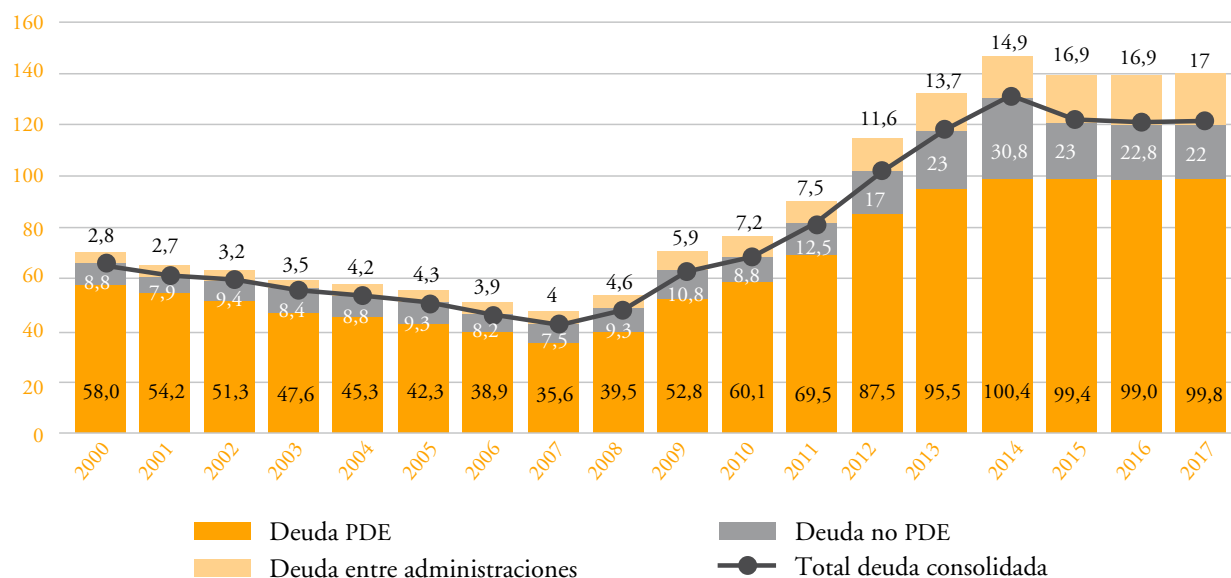
En definitiva, a nivel presupuestario, para la reducción de deuda, no hay fórmulas mágicas, las posibles alternativas se pueden clasificar en tres grandes bloques:

- Reducción del gasto público de las distintas Administraciones públicas, con preferencia, idealmente hacia aquellas partidas que no afecten al crecimiento y por extensión, no supongan una reducción de los ingresos de dichas Administraciones.
- Fomentando el crecimiento: la reducción de los tipos de interés y cualquier otra medida encaminada a facilitar la financiación de las empresas y particulares, además de significar generalmente un incremento de la recaudación impositiva, aumentan el PIB, con el consiguiente impacto favorable para la ratio de endeudamiento en términos relativos respecto al PIB.
- Aumento de los ingresos. Efectivamente, un aumento de la presión fiscal, dirigido a aquellos productos o servicios que no tienen un impacto directo en el crecimiento (combinado, en su caso con medidas que lo fomenten, ej., deducción de costes salariales o reducción de los costes fiscales para nuevas empresas), implica una mayor recaudación del Estado y, por consiguiente, una mejora en la ratio de deuda sobre PIB.

Dos últimas cuestiones nos parece importante destacar sobre la deuda pública española:

- En primer lugar, el concepto de variación de deuda pública según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) es un concepto mucho más reducido que el de pasivos financieros. La definición de los pasivos financieros incluye otras cuentas pendientes de pago entre las que se encuentran créditos comerciales y los pasivos de las AAPP, en poder de otras AAPP. Sin embargo, la deuda en PDE que se publica para los distintos niveles de la Administración no incluye otras cuentas pendientes de pago. Si analizamos el gráfico 3 de Ramón Xifré (2017) y como él dice, se podría estar produciendo una transferencia más o menos deliberada de operaciones de endeudamiento desde el perímetro de operaciones PDE a otro tipo de operaciones no computables como PDE, dado que la suma de los dos epígrafes, la deuda contabilizada según el procedimiento de déficit excesivo y los pasivos adicionales no recono-

**Gráfico 3**  
**Deuda pública según diferentes definiciones**  
(En porcentaje del PIB)



Notas:

- (1) La deuda pública total consolidada son los pasivos totales en circulación descontando la deuda entre las Administraciones públicas.
- (2) El dato para 2017 corresponde al mes de junio.

Fuente: Banco de España, Boletín Estadístico, tabla 11.5.

cidos bajo ese criterio se corresponde con los pasivos totales en manos del sector público (detrayendo las deudas entre Administraciones).

– La segunda cuestión es la relativa a la posibilidad de reducir el endeudamiento público vendiendo activos y aplicándolos a amortizar deuda. El cuadro 4 muestra que el balance patrimonial de las Administraciones públicas es marcadamente insuficiente. Los activos financieros no cubren a los pasivos y los activos reales, con independencia de la dificultad de su venta al sector privado, se estima que son insuficientes.

### 5. La actividad presupuestaria de las Administraciones públicas en 2017. Un balance

Resumiendo, la información disponible sobre el sector de las Administraciones públicas en el último ejercicio, permitiría trazar un balance como el que se recoge en el siguiente esquema.

#### Esquema 1 Balance de la actividad presupuestaria en 2017

Activo	Pasivo
1. El desahorro bruto se ha reducido, situándose en torno a un punto del PIB.	1. El componente estructural del déficit sigue representando su mayor parte (un 96% del déficit efectivo).
2. El déficit efectivo, según todas las previsiones, se situará en un nivel muy próximo al objetivo (3,1% PIB).	2. La divergencia entre tipos impositivos legales y efectivos sigue alertando de la existencia de un fraude fiscal elevado (en torno a un 20%), que habrá que corregir de cara a acercarse a la Unión Europea.
3. El déficit efectivo implica una acción expansiva tonificante de la economía, por una cuantía de 2,88% del PIB.	3. La inversión pública bruta se sitúa en su valor más bajo (1,93 % del PIB) de la última década y la formación neta de capital fijo continúa en valores negativos.
4. El cuadro macroeconómico sobre el que se basa el presupuesto es, en conjunto realista, aunque existen algunas divergencias con las posiciones de los analistas privados.	4. La deuda pública se sitúa en niveles cercanos al 100% del PIB. Se observa una cierta reducción de la tasa de endeudamiento según el Protocolo de Déficit Excesivo y un aumento de otros pasivos financieros.
5. El sector de las Administraciones públicas, tanto en ingresos como en gastos, continúa estando por debajo de la media de los países de la Unión Europea en términos relativos al PIB, lo que quiere decir que tiene aún margen para una política presupuestaria activa.	5. Aunque las condiciones económicas actuales han alejado el riesgo de explosividad de la deuda, su elevada cuantía sigue demandando la urgente necesidad de desapalancamiento.
6. El bajo tipo de interés aleja el peligro de explosividad de la deuda pública dada la elevada tasa de crecimiento del PIB.	

**Cuadro 4**  
**Balance patrimonial de las AAPP**  
(Porcentaje PIB)

	2016	2017 (hasta junio)
1. Pasivos financieros	136,9	139,7
2. Activos financieros	55,9	57,1
3. (1)-(2)	-81,0	-82,6
4. Activos no financieros*	56,2	54,8
5. (3)-(4)	-24,8	-27,8

\* Estimación propia a partir de datos IVIE, Banco de España e INE.

En suma, en 2017 el sector público ha ejercitado una actividad presupuestaria en la línea habitual reflejando la mejoría de la situación económica actual, lo que ha permitido una reducción significativa del déficit público que es justo reconocer y alejar al menos parcialmente los problemas inherentes al fuerte endeudamiento

existente que es preciso reducir con decisión en los próximos años.

### BIBLIOGRAFÍA

Banco de España (2017), «La evolución de la deuda pública en España en 2016», Boletín económico 2/2017.

Doménech, R y González Páramo, J. M. (2017), «Estabilidad presupuestaria y reformas estructurales: lecciones de la crisis y opciones de futuro», Análisis empíricos sobre la economía española, ensayos en homenaje a Josep Lluís Raymond Bara, Editorial Funcas-Aranzadi.

FMI (2015), 3When Should Public Debt be reduced? Staff discussion note.

García, J.; González Páramo, J. M. y Matas, A. (2017), *Análisis empíricos sobre la economía española*, Ensayos en homenaje a Josep Lluís Raymond Bara, Editorial Funcas-Aranzadi.

Hernández de Cos (2015), «Los retos del desapalancamiento público», Banco de España.

Xifré, R. (2017), «Retos pendientes de las reformas estructurales en España: estabilidad presupuestaria y mercado laboral», *Cuadernos de Información Económica* núm. 261, Funcas.



CON EL MISMO Y DECIDIDO AFÁN DE CONTINUAR  
MANTENIENDO LA CONFIANZA DEL COLEGIO  
DE ECONOMISTAS DE MADRID, PONEMOS  
A DISPOSICIÓN DE LOS COLEGIADOS  
NUESTRAS MEJORES COBERTURAS  
AL PRECIO MÁS JUSTO.

### > **Geshogar**

Póliza Multirriesgo de hogar diseñada exclusivamente para los colegiados del Colegio de Economistas de Madrid.

### > **Póliza Colectiva de Vida y Accidentes**

Las mejores coberturas y el precio más ventajoso por pertenecer al Colegio de Economistas de Madrid.



Más información  
tel. 91 559 46 02

## LA POLÍTICA FINANCIERA DE LAS CC.AA. ANTE UN ESCENARIO DE MUTUALIZACIÓN DE LA DEUDA

**César Cantalapedra y M<sup>a</sup> Montaña González**

*Analistas Financieros Internacionales*

### RESUMEN

El endeudamiento de los gobiernos regionales continúa incrementándose, aunque en menor medida que en años precedentes. A pesar de que el contexto sigue siendo muy propicio para las emisiones en mercado como consecuencia de una política monetaria expansiva, las CC.AA. siguen cediendo autonomía financiera al Tesoro a través de los mecanismos de liquidez a cambio de evitar asumir riesgo de refinanciación. La posibilidad de mutualización de la deuda como parte de la negociación de un nuevo modelo de financiación autonómica está condicionando la estrategia de algunas CC.AA., que provisionalmente han abandonado la salida al mercado.

### PALABRAS CLAVE

Fondo de Financiación de las Comunidades Autónomas, Estabilidad presupuestaria, Mutualización de la deuda, Sistema de Financiación Autonómico.

### 1. Los mecanismos de liquidez absorben el incremento de la deuda de las CC.AA.

Revisar la dinámica del mercado de deuda autonómica es hablar cada vez menos del mercado, lo que no deja de ser una paradoja cuando el saldo vivo de la deuda total ha alcanzado una cifra récord de casi 285.000 millones de euros. Su ritmo de crecimiento, no obstante, se ha ralentizado a medida que el desequilibrio de las haciendas regionales se ha ido moderando con la consolidación fiscal de los últimos ejercicios. La actividad de los gobiernos autonómicos, sin embargo, ha estado un año más condicionada por las decisiones sobre los mecanismos de liquidez del gobierno central a través del Tesoro. De hecho, el acceso a los Fondos de Financiación de las Comunidades Autónomas (FFCA) ha seguido creciendo y representa ya el 56% del total de la deuda viva de las haciendas regionales.

Aunque las condiciones de emisión en los mercados de deuda han sido muy propicias, consecuencia de una política monetaria de marcado acento expansivo de la liquidez, son cada vez menos las comunidades autónomas (en adelante CC.AA.) que han optado por el mercado. El cumplimiento de la estabilidad presupuestaria por buena parte de los gobiernos autonómicos en 2017 permitió que la adhesión fuese mayori-

taria al compartimento con menor condicionalidad y menor coste reputacional, la Facilidad Financiera (FF), en lugar del Fondo de Liquidez Autonómica (FLA), al que solo pueden optar las CC.AA. en inestabilidad presupuestaria.

La ventaja en términos de menor incertidumbre con la que los tesoros regionales abordan sus necesidades financieras a través de estos mecanismos para cubrir el déficit y los vencimientos de la deuda ha sido determinante para que la mayor parte de ellos cedan una parte de su autonomía financiera a cambio de evitar los riesgos de salida al mercado. Desde luego, siguen dándose situaciones bien diferentes entre aquellos territorios que optan libremente a los mecanismos y aquellos que no tienen otra elección que acudir a la ayuda del Tesoro. Entre otras razones, porque siguen sin solventarse algunos problemas estructurales tan fundamentales como la insuficiencia del sistema de financiación de las comunidades autónomas, reconocida por el grupo de expertos convocados por el Ministerio de Hacienda para sentar las bases de un nuevo modelo de financiación.

Es evidente que, mientras algunas haciendas sigan mal financiadas, los inversores van a cuestionar su solvencia para hacer frente al servicio de la deuda, y segui-

rán obligados a sumarse al FFCA. Y del mismo modo, el mercado de capitales también queda relegado a un papel secundario en las comunidades que, pudiendo tener demanda suficiente para su deuda, ven limitado su margen de maniobra en la gestión de su política financiera. Mientras tanto, aumenta la percepción de que pueda llevarse a cabo una mutualización de la deuda regional cuya hipotética instrumentalización sería mucho más fácil a través de los mecanismos.

Aun así, algunas CC.AA. siguen concentrando su atención en los mercados de deuda, manteniendo el pulso de un segmento que aún cuenta con casi 50.000 millones de euros en valores y más de 85.000 millones en créditos bancarios, paradójicamente cifras no muy lejanas a las de 2010, en los inicios del cierre de los mercados de deuda europeos. Desde entonces, todo el crecimiento de este mercado (160.000 millones de euros) se ha sustentado a través del FFCA, si bien el reparto entre CC.AA. ha sido muy desigual.

## 2. La actividad del mercado de deuda autonómica

En concreto, el volumen de deuda de los gobiernos regionales se ha elevado a 284.400 millones de euros en el tercer trimestre de 2017 (24,7% del PIB), con una previsión de cierre del año en el entorno de los 285.000 millones de euros. Al igual que el resto de administraciones, el incremento de la deuda en el año es inferior al ocurrido en los ejercicios precedentes (entre 8.000 y 9.000 millones de euros frente a 13.700 millones de aumento en 2016 o los 25.000 millones en 2015). Esta previsión es consistente con el cumplimiento del objetivo de déficit establecido por el Consejo de Ministros para 2017 del -0,6% del PIB, más algunas cantidades adicionales cada vez menos relevantes, como por ejemplo la financiación del exceso de déficit de 2016 de las cada vez menos CC.AA. incumplidoras.

Las condiciones favorables del contexto económico-financiero han permitido que las rentabilidades negociadas de los bonos autonómicos en el mercado secundario respecto al Tesoro se hayan ido reduciendo en 2017, cerrando el año con unos diferenciales en torno a 20 pb en el caso de la Comunidad de Madrid o de la Junta de Andalucía o hasta los 50 pb en las CC.AA.

que presentan un mayor endeudamiento, como es el caso de la Comunidad Valenciana. A pesar de que la deuda ha ido creciendo de forma más que notable hasta situarse por encima del 40% del PIB, en alguna de las haciendas regionales la ausencia de nuevas emisiones en el primario ha generado escasez de papel y una pérdida de significatividad de los precios del mercado secundario.

Frente a esta dinámica generalizada de la deuda autonómica, el factor discordante ha sido el comportamiento de los bonos de la Generalitat de Catalunya, cuyo diferencial ha estado sometido a una elevada volatilidad por la incertidumbre política de todos conocida, alcanzando máximos de 400 pb el pasado octubre. No obstante, este factor se ha ido diluyendo en el mercado, provocando que dicho diferencial se sitúe en torno a los niveles previos (100 pb en enero de 2018). Dicho episodio se ha visto reflejado en la calificación crediticia otorgada por las diferentes agencias de *rating*, las cuales han evaluado los riesgos con una perspectiva negativa (gráfico 1 y cuadro 1).

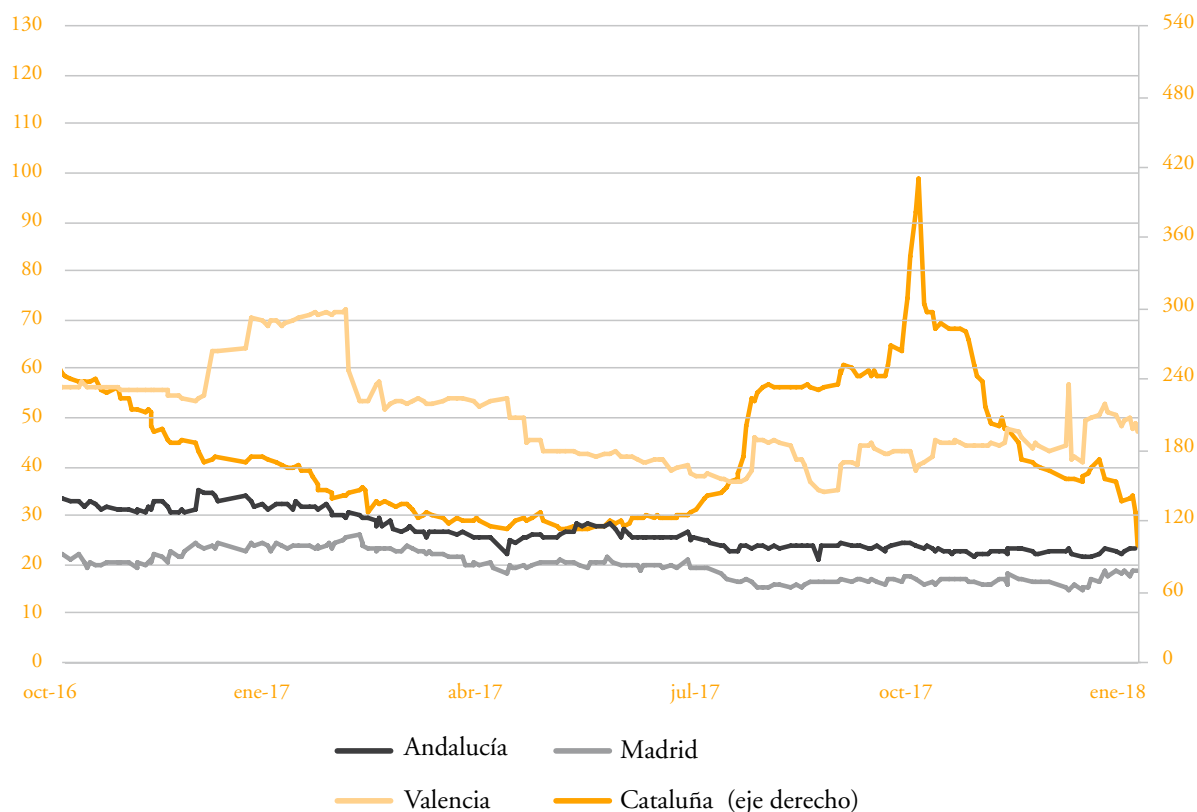
A pesar de la recuperación de los diferenciales a los niveles precrisis, los mecanismos de liquidez del Tesoro –creados hace ya cinco años– han concentrado la actividad financiera de la mayoría de las CC.AA. de una forma aún más acentuada que en años precedentes. En el 2017 tan solo seis comunidades se han financiado durante el primer semestre en los mercados de capitales, de las cuales dos de ellas –Principado de Asturias y Castilla y León– también se adherieron a los mecanismos en el segundo semestre. De hecho, el endeudamiento regional se instrumenta en un 56% en los Fondos de Financiación de las Comunidades Autónomas (FFCA). En dicho ejercicio, el volumen global que se ha canalizado a las CC.AA., tanto por Facilidad Financiera como por la Facilidad de Liquidez Autonómica (FLA), asciende a 27.881,62 millones de euros (1).

Todo ello a pesar de que se ha eliminado la ventaja financiera existente para aquellas comunidades cumplidoras de los objetivos de estabilidad que se adherieran a la Facilidad Financiera. En 2017 el tipo en ambos compartimentos se igualó al coste del Tesoro –en 2016, se ofrecía un coste del 0% durante tres años en la FF, que luego se igualaba al coste del Tesoro hasta venci-



Gráfico 1

Evolución de los diferenciales autonómicos respecto al Tesoro (pb)



Fuente: Afi, Bloomberg.

miento, como sucedía con el FLA durante toda la vida de la operación– (gráfico 2).

La adhesión a los mecanismos ha supuesto a las CC.AA. una sustancial reducción en sus costes de financiación. No obstante, el efecto ha sido desigual en las distintas CC.AA. Por una parte, para aquellas que, desde la creación de estos mecanismos, han decidido acceder a ellos para su financiación, ya nos estemos refiriendo a uno u otro compartimento, son las que han reducido en mayor medida su coste de financiación, como es el caso de la Comunidad de Andalucía (con un coste medio de 1,2%) (2), Islas Baleares (1,3%) o la Región de Murcia (1,2%). Por otro lado, las CC.AA. cuyo nivel de endeudamiento con el FFCA representa un tercio de su deuda –Principado de Asturias, Aragón o Galicia, entre otras– o aquellas que no han necesitado adherirse en ningún momento del tiempo, como las comunidades forales, son las que mayor coste presentan con

una media del conjunto de este tipo de 2,4%. Se da la circunstancia de que son las CC.AA. más endeudadas en términos de PIB, como es el caso de Cataluña, Comunidad Valenciana y Castilla-La Mancha (35,1, 40,9 y 36,4%, respectivamente), las que más han reducido su coste de financiación.

A la reducción del coste de financiación ha contribuido también otro tipo de decisiones de política financiera, como la mayor flexibilidad que incorporó la Resolución de Prudencia Financiera –Resolución de 4 de julio de 2017, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera (SGTPF)– para los préstamos a largo plazo. La resolución, hasta entonces más restrictiva por exigir un diferencial máximo a las entidades crediticias, posibilitó que se pudiese novar, reestructurar o refinanciar operaciones financieras, incluso superando el coste máximo permitido por el principio de prudencia financiera, siempre que se generase ahorro financie-

**Cuadro 1**  
**Calificación crediticia autonómica**

	Fitch		Moody's		S&P	
	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva
Andalucía	BBB-	STABLE	Baa3	STABLE	BBB+	STABLE
Aragón					BBB-	POS
Asturias	BBB	STABLE				
Baleares					BBB	STABLE
Canarias	BBB	POS			BBB+	POS
Cantabria	BBB	STABLE				
Castilla-La Mancha	BBB-	STABLE	Ba2	STABLE		
Castilla y León			Baa2	STABLE		
Cataluña	BB		Ba3	NEG	B+	
Extremadura			Baa3	STABLE	BBB	STABLE
Galicia			Baa2	STABLE	BBB+	POS
La Rioja	BBB	STABLE				
Madrid	BBB	STABLE	Baa2	STABLE	BBB+	STABLE
Murcia	BBB-	STABLE	Ba2	STABLE		
Navarra					A	POS
País Vasco	BBB+	POS	Baa1	STABLE	A	POS
Valencia	BBB-	STABLE	Ba2	STABLE	BB	STABLE

Fuente: Afi, Bloomberg.

ro y se cumplieran unas condiciones determinadas (3) (gráfico 3).

Los mecanismos de liquidez, sin embargo, a pesar de la ventaja que presenta el FFCA por la reducción en los costes, han generado otro efecto, la reducción de la vida media, como consecuencia del formato único con el que se ha provisto de financiación a las CC.AA., a un plazo de diez años con amortizaciones anuales iguales y dos años de carencia. Mientras el Tesoro ha alargado la vida media de su cartera hasta 7,17 años (último dato disponible, diciembre 2017) en las CC.AA. no ha hecho sino reducirse, lo que se ha traducido en un incremento del riesgo de refinan-

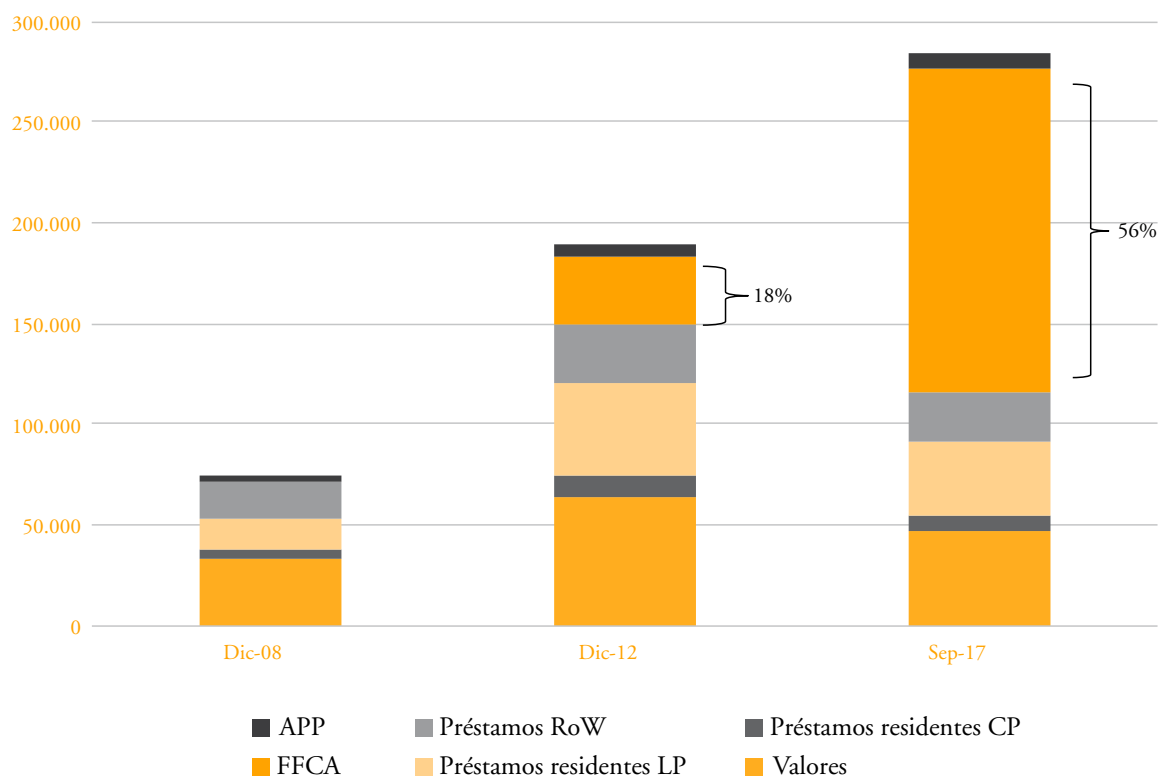
ciación por la acumulación de los vencimientos en los próximos cinco años.

En este sentido, aquellas comunidades que han acudido a los mercados para su financiación –Madrid, Castilla y León, La Rioja, Asturias, País Vasco y Navarra– han utilizado la misma estrategia que el Tesoro, consiguiendo captar deuda a plazos muy largos con el fin de cerrar tipos fijos en condiciones de mínimos históricos para, así, garantizarse costes de financiación atractivos durante un periodo de tiempo más largo.

De nuevo, en 2017, la Comunidad de Madrid se posicionó en primer lugar en cuanto al número y volu-

Gráfico 2

## Evolución en la distribución del endeudamiento por instrumentos



Fuente: Afí, BdE.

men de emisiones –ocho emisiones con un volumen de emisión total de casi 2.500 millones de euros–, con plazos en algunas emisiones que alcanzaron los 20 años. Respecto a 2016 la financiación en el conjunto de CC.AA. que apelaron al mercado, tanto en términos de volumen como en número de emisiones global, ha vuelto a reducirse desde 4.165 millones en 25 emisiones totalizadas en 2016 a 3.666 millones de euros y 20 emisiones registradas el pasado año (cuadro 2).

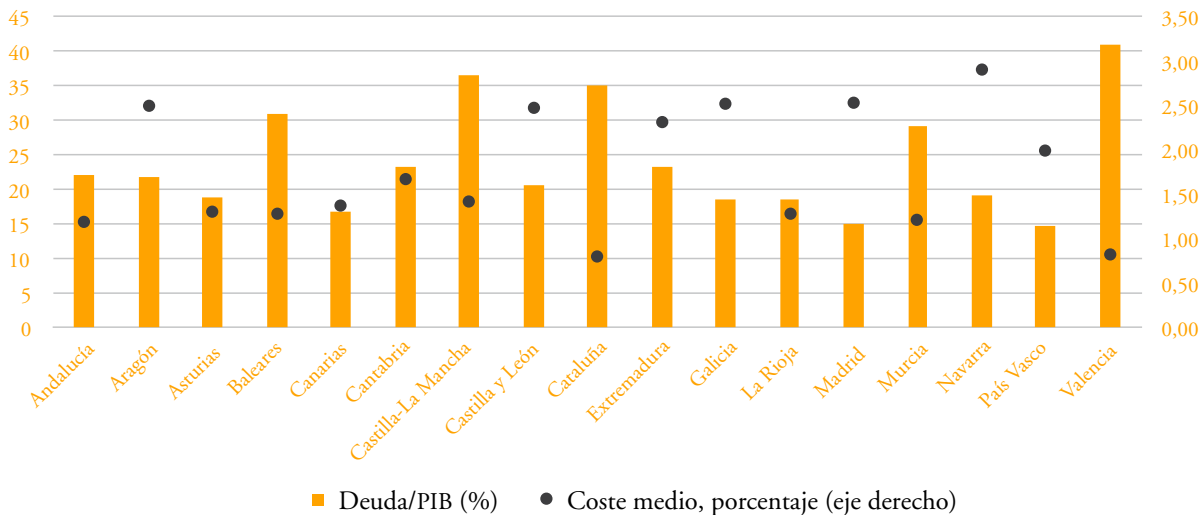
A pesar de la menor actividad, el mercado primario ha seguido incorporando algunas de las innovaciones que han ido surgiendo por las transformaciones en la demanda de los inversores. Probablemente la más relevante sean los llamados bonos sostenibles, que están cobrando relevancia entre inversores a los que la regulación está incentivando a discriminar positivamente la inversión en proyectos socialmente responsables. Actualmente existen emisores de distintos países como

Francia, Estados Unidos, China, e incluso en el ámbito público se registró la mayor emisión de este tipo llevada a cabo por un gobierno, en este caso a través del Tesoro francés, con un volumen de 7.000 millones de euros y un vencimiento superior a veinte años (aunque el primer país europeo en lanzar una emisión al mercado de estas características fue Polonia unas semanas antes).

Como ejemplo en España, nos encontramos a la Comunidad de Madrid, la cual se ha posicionado como la primera Administración pública española en poner en marcha dos bonos sostenibles. El primero de ellos fue emitido en el año 2016, con un volumen de colocación de 48 millones a un plazo a 15 años y el segundo, cuyo importe de la colocación se elevó a 700 millones, tuvo lugar el año pasado con un vencimiento de 5 años y un coste diferencial sobre el Tesoro de 29 pb. Aunque de momento este tipo de operaciones

Gráfico 3

## Nivel de endeudamiento autonómico (3T17) y coste de financiación



Fuente: Afi, BdE, MINHAFP.

no tiene implícito un menor coste de salida al mercado, la normativa y la presión de fondos especializados en las diferentes tipologías de bonos sostenibles (sociales, verdes, de género...) es muy probable que terminen generando una mayor discriminación de precios a los prestatarios que por su actividad pueden acceder a estos inversores. En el caso de los emisores públicos es evidente que se ha abierto una ventana de oportunidad que ya han aprovechado entidades públicas como el ICO o ADIF, y la primera corporación local, el Ayuntamiento de Barcelona. No solo por su capacidad para facilitar la diversificación de la deuda hacia nuevos inversores, sino también porque permiten legitimar ante los contribuyentes la función de la deuda pública como fuente de financiación de inversiones y políticas sociales y sostenibles.

### 3. La recentralización de la deuda autonómica: entre el FFCA y la mutualización

La utilidad de los mecanismos para devolver la tranquilidad a prestatarios –en su momento también para los prestamistas– es difícilmente cuestionable con una visión de corto y tal vez de medio plazo. Pero son pocos los expertos que confían en esta vía como fórmula que deba consolidarse en el futuro para sustituir a los mer-

cados de capitales. En un Estado tan descentralizado como el español en la gestión del gasto, no son desdeñables los incentivos perversos que pueden generarse si los ingresos están cada vez más centralizados, tanto en lo concerniente a su responsabilidad tributaria como en su exposición a los financiadores a través de la deuda pública. Si en el ámbito tributario las competencias normativas sobre los principales ingresos fiscales son muy limitadas, en la deuda autonómica el margen de maniobra es cada vez más reducido para aquellos gobiernos que se adhieren a los mecanismos de liquidez.

Como ya se ha mencionado, ha sido clara la intencionalidad de la administración para centralizar la política financiera de las comunidades autónomas ofreciendo un coste de financiación cada vez más atractivo frente al mercado. Tal es así que se ha eliminado cualquier diferencial sobre el coste de financiación al plazo equivalente del Tesoro como margen de intermediación.

En condiciones tan atractivas y, en cierto modo, subvencionadas, sólo un tercio de las CC.AA., bien por su convencimiento por mantenerse en el mercado, bien por los riesgos para su autonomía de ceder competencias financieras, habrían resistido a las presiones defendiendo una estrategia de financiación con emisiones públicas, colocaciones privadas o préstamos bancarios. Pero a lo

**Cuadro 2****Emisiones de bonos autonómicos en 2017**

CC.AA.	Volumen (en mill. de euros)	Plazo	Cupón	CC.AA.	Volumen (en mill. de euros)	Plazo	Cupón
MAD	10	20,0	2,677%	NAV	100	9,0	1,600%
MAD	300	3,2	Float	NAV	58	12,0	1,747%
MAD	1.000	10,2	2,146%	CYL	253	10,0	1,950%
MAD	50	20,0	Float	CYL	100	11,0	1,975%
MAD	200	11,0	2,084%	CYL	200	10,5	1,870%
MAD	700	5,0	0,747%	RIO	30	6,0	0,650%
MAD	200	16,3	2,738%	RIO	60	4,1	0,375%
MAD	25	20,0	2,916%	AST	40	3,0	0,238%
PVA	100	10,1	1,703%	AST	67	6,3	0,989%
PVA	150	5,0	0,600%	AST	23	6,8	1,175%

Fuente: Afi, Bloomberg.

largo de 2017 este proceso de recentralización de la política financiera ha sido aún más notable. La percepción de que pueda producirse una mutualización parcial de la deuda ha tenido un *efecto llamada* sobre las comunidades autónomas aún más poderoso que las presiones que se habían trasladado hasta entonces. El riesgo de que se produzcan nuevas asimetrías en el tratamiento de unos territorios frente a otros es una posibilidad que no han podido pasar por alto algunos gobiernos regionales.

El informe de los expertos es una buena muestra del mapa geopolítico de nuestro país. Mientras algunos posicionamientos son claramente opuestos a cualquier condonación de la deuda por el riesgo de generar incentivos perversos en el futuro, en otros casos hay una defensa argumentada en la infrafinanciación para trasladar la responsabilidad al gobierno central del crecimiento descontrolado de su deuda.

De hecho, aplazar la aprobación y entrada en vigor de un nuevo modelo de financiación que corrija las insuficiencias financieras diagnosticadas en el informe elaborado por el grupo de expertos a instancias del propio Ministerio de Hacienda no hace sino justificar la

aparición de reivindicaciones de deudas históricas. La estrategia de apelar al endeudamiento con el Estado central para satisfacer las demandas de financiación de las comunidades autónomas hace cada vez más difusa la línea que separa la deuda generada por la gestión discrecional de los gobiernos regionales de la ocasionada por un modelo que debiera haberse revisado hace tres años.

Como consecuencia de todo ello, salvo las comunidades forales (Navarra y País Vasco), Madrid y La Rioja, el resto de CC.AA. está materializando su endeudamiento a través de los mecanismos de liquidez del FFCA. De modo que es el Tesoro la contrapartida que interviene en los mercados y distribuye las necesidades de endeudamiento al mismo coste para todas las CC.AA. que así lo requieran, asumiendo también el sobrecoste de intermediar y refinanciar alrededor de 160.000 millones de euros en su *stock* de deuda.

#### 4. Conclusiones

La indefinición que caracteriza a la deuda pública autonómica es una derivada más en el proceso de estancamiento en el que está inmerso el modelo de Estado

durante los últimos años. La caída de los ingresos fiscales, el tensionamiento de las primas de riesgo y el cumplimiento de la estabilidad han servido para justificar hasta ahora la centralización progresiva de la política financiera de las administraciones territoriales.

A corto plazo los beneficios para las CC.AA. se han traducido en términos de un menor coste de financiación, sobre todo en aquellas más endeudadas, aunque se ha distribuido de forma desigual entre las diferentes haciendas autonómicas. A medio plazo, sin embargo, se ha producido un cambio en la estructura de las carteras de deuda que conlleva un mayor riesgo de refinanciación en los próximos ejercicios. En primer lugar, porque se ha reducido la vida media y, por lo tanto, se han acumulado los vencimientos en el horizonte de los próximos cinco/siete años. Y en segundo lugar, porque los principales inversores internacionales han ido perdiendo peso como tenedores de bonos de las CC.AA. Por lo tanto, habrá que volver a desarrollar políticas de comunicación que permitan abrir los canales de colocación de deuda en el futuro, en un contexto de tipos de interés que muy probablemente será menos cómplice que el actual.

El sistema tampoco parece muy coherente en un modelo de Estado tan descentralizado por el lado del gasto como el nuestro, en donde las haciendas territoriales tienen un margen de discrecionalidad tan reducido en su financiación. Los ingresos financieros (vía endeudamiento) se han delegado al Tesoro y los no financieros dependen al 90% de las decisiones de la administración central. No solo porque la capacidad normativa de las CC.AA. es poco relevante en términos de recaudación, sino porque el sistema de funcionamiento depende de unas entregas a cuenta que estima de forma unilateral el gobierno central y de un modelo de financiación ya caducado cuya reforma no parece tener el impulso político necesario. Las dificultades para alcanzar acuerdos entre todas las comunidades autónomas de régimen común no pueden servir de excusa para seguir dilatando en el tiempo un acuerdo sin el cual se aboca a mantenerse con respiración asistida –entiéndase como un mayor endeudamiento– a algunos gobiernos regionales que prestan servicios públicos a casi la mitad de la ciudadanía.

La recuperación de los ingresos fiscales, la reconducción de la prima de riesgo por debajo de los 100 pb o la sa-

lida próxima de España del Procedimiento de Déficit Excesivo no están siendo aprovechados para consensuar un modelo que abandone la dinámica de interinidad en la que nos encontramos, y que somete tanto al Tesoro como a las CC.AA. Hasta ahora el gobierno central ha encontrado la complicidad que está permitiendo a todos los Tesoros europeos financiarse a costes mínimos históricos. De alguna forma se ha evitado el necesario debate sobre una mayor o menor descentralización, introduciendo un sesgo recentralizador por la vía de los hechos, o para definir una hoja de ruta consistente hacia la normalidad de la política financiera de las CC.AA.

Entre tanto, los gobiernos regionales están dejando pasar una gran ocasión para recuperar autonomía financiera y mejorar la estructura de vencimientos de su deuda, con un aumento de la vida media y una demanda más equilibrada de los inversores. No debe olvidarse que los tiempos de los tipos de interés cero y de liquidez ilimitada están tocando ya a su fin.

#### NOTAS

- (1) Según el Acuerdo de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos (CDGAE) publicado en noviembre de 2017.
- (2) El coste medio de las CC.AA. ha sido calculado de forma aproximada con datos de la ejecución presupuestaria que proporciona el Ministerio de Hacienda y Función Pública. El coste de interés medio anual es el resultado del cociente de los gastos financieros de las obligaciones reconocidas del presupuesto de gasto y el promedio del volumen de deuda del año.
- (3) Las condiciones son las siguientes:
  - La vida media residual de la operación debe ser superior a un año.
  - No se modifique el plazo de la operación.
  - La modificación del contrato suponga una rebaja en el tipo de interés de la operación.
  - El clausulado del nuevo contrato respete lo establecido en la Resolución donde se recoge.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Datos: Banco de España (BdE), Ministerio de Hacienda y Función Pública (MINHAFP).
- MINHAFP (2017), Acuerdos de la CDGAE para la distribución de los Fondos de Financiación a las Comunidades Autónomas y Entidades Locales.
- MINHAFP (2017), Informe de la Comisión de Expertos para la revisión del modelo de Financiación Autonómica.

## EL SECTOR PÚBLICO LOCAL

**Alain Cuenca**

*Universidad de Alcalá*

### RESUMEN

En este artículo se describen las cuentas de las administraciones locales en 2017, constatando que en términos agregados se mantienen los buenos resultados de ejercicios anteriores y se confirman las buenas perspectivas para 2018. Además, se analizan dos hechos relevantes ocurridos durante el año pasado: la propuesta de reforma del sistema de financiación local encargada por el gobierno a una comisión de expertos y la problemática que suscita la aplicación de la regla de gasto.

### PALABRAS CLAVE

H68: Previsiones presupuestarias, déficit y deuda, H72: Presupuesto y gasto de la administración estatal, autonómica y local.

Si buscáramos una expresión para caracterizar el sector público local en 2017 seguramente elegiríamos: *el año de la regla de gasto*. La aplicación de esta disposición normativa ha situado al Ayuntamiento de Madrid en el centro de la polémica, en el otoño de 2017, con la intervención temporal de sus cuentas por parte del Ministerio de Hacienda y Función Pública. Nos ocuparemos de esta cuestión con carácter general porque marcará la evolución del sector público local a partir de ahora. También en 2017, por encargo del gobierno de la nación, se elaboró y publicó el informe de expertos que debería guiar la futura reforma de la financiación, que será útil resumir y valorar aquí para dejar constancia de sus principales contenidos. En ese marco, se hará una referencia a la sentencia del Tribunal Constitucional que expulsó del ordenamiento una parte sustancial del impuesto sobre incremento de valor de los terrenos de naturaleza urbana. Y como venimos haciendo cada año, dedicamos un espacio a exponer el estado de las cuentas de las administraciones locales durante el pasado ejercicio, en el que nuevamente destacan por su compromiso con la consolidación fiscal en curso. Veamos a continuación cada uno de estos aspectos, empezando por el final.

### 1. Las cuentas locales de 2017

Con los datos disponibles del tercer trimestre de 2017, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal

(AIReF) estima que, con toda probabilidad, las entidades locales habrán repetido el superávit del año anterior (0,6% del PIB) o incluso mejorado dicho resultado. Este comportamiento es consecuencia de un incremento de los ingresos locales, en particular los tributarios, ligeramente inferior al crecimiento de la economía, por lo que representan el 6,3% del PIB. También los gastos han crecido menos que la economía, con lo que su peso relativo sobre el PIB alcanza el 5,7% (1).

Las estimaciones agregadas de la AIReF nos permiten constatar que un año más el sector público local contribuye positivamente a la consolidación de las cuentas públicas, en esta ocasión compensando el déficit de las comunidades autónomas, por lo que, en 2017, casi todo el déficit del Reino de España se debe a la administración central y a la Seguridad Social, a pesar de que gestionan en torno al 55% del gasto público. Para conocer con algo más de detalle los gastos e ingresos, podemos hacerlo comparando el tercer trimestre de 2017 con los mismos datos de los años anteriores, tal como muestra el cuadro 1.

A la altura del tercer trimestre, los recursos de las entidades locales alcanzaban el máximo de los últimos cinco años, habiendo crecido 2,7% respecto a 2016. En cambio, los empleos totales mantienen su contención (+1,7%), en particular los gastos corrientes que solo crecen 1,3%. No obstante, la inversión experimenta un notable incremento, aunque es todavía inferior a

**Cuadro 1****Operaciones no financieras de las Administraciones locales (SEC 2010) (trimestre de cada año)**

En millones de euros

	2013	2014	2015	2016	2017	Variación 16/17
Recursos no financieros	46.815	48.212	49.752	50.880	52.266	2,72%
Recursos corrientes	44.532	45.826	47.002	48.269	49.570	2,70%
Recursos de capital	2.283	2.386	2.750	2.611	2.696	3,26%
Empleos no financieros	42.928	44.240	46.792	45.555	46.347	1,74%
Empleos corrientes	38.664	39.856	41.409	41.100	41.624	1,27%
Remuneración de asalariados	14.862	15.090	15.669	15.793	16.020	1,44%
Consumos intermedios	13.246	13.807	14.156	14.221	14.627	2,85%
Intereses	1.066	1.016	551	516	447	-13,37%
Empleos de capital	4.264	4.384	5.383	4.455	4.723	6,02%
Ahorro	5.868	5.970	5.593	7.169	7.946	10,84%
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	3.887	3.972	2.960	5.325	5.919	11,15%

Fuente: IGAE.

2015. Las entidades locales españolas, incluidas las de régimen foral, generan un elevado ahorro y parece que alcanzarán en 2017 el máximo superávit desde 2013 expresado en millones de euros.

Como consecuencia de lo anterior, el endeudamiento local sigue reduciéndose, situándose en el tercer trimestre de 2017 en un nivel, en términos de PIB, del 2,7%. En consecuencia, las Administraciones locales son las únicas en condiciones de cumplir el objetivo establecido en la Ley de Estabilidad Presupuestaria para 2020 (3%) (cuadro 2).

En suma, las cuentas públicas locales siguen saneadas y no se observan indicios de que puedan dejar de estarlo en 2018, a pesar de tratarse del año previo a las elecciones municipales, hecho que suele impulsar al alza el gasto.

**2. Reforma de la financiación local**

En la primavera de 2017, una comisión constituida por expertos designados por el gobierno de la nación y

**Cuadro 2****Deuda de las entidades locales**

	Millones de euros	Porcentaje PIB
2013	42.109	4,1
2014	38.329	3,7
2015	35.151	3,3
2016	32.223	2,9
2017 (3 tr.)	30.563	2,7

Fuente: Banco de España.

la Federación Española de Municipios y Provincias elaboró un informe con propuestas de reforma de la Ley reguladora de las haciendas locales (LRHL), que afecta al territorio común, lo que excluye los municipios vascos y navarros y las tres diputaciones forales (2). Al concluir el año no se han iniciado oficialmente los trabajos para la reforma, pero es relevante dejar cons-



tancia aquí de los aspectos más destacables del citado informe que son, a mi juicio, los siguientes.

En primer lugar, los miembros de la comisión establecieron como fórmula de trabajo la del consenso, que lograron mediante una propuesta de mínimos, a la que quizá se podría achacar cierta falta de ambición. Pero esa posible carencia debe verse como una virtud: todo lo que se propone es viable y aunque no es una *revolución*, sí representaría, de llevarse a la práctica, una mejora muy notable. Además, el consenso técnico podría dar lugar a un amplio acuerdo político para su aprobación. Obsérvese que, como acabamos de ver en el apartado anterior, el sector público local en su conjunto no afronta un problema de suficiencia, por lo que no requiere aportación de recursos adicionales por parte de otras administraciones, lo que debería facilitar la reforma.

Como es sabido, la LRHL abarca los tributos locales, el sistema de transferencias y las normas presupuestarias. En cuanto a los tributos, el informe propone mejoras en todos ellos. El impuesto sobre bienes inmuebles, pilar del sistema de financiación local, goza de un alto grado de aceptación por los contribuyentes. Sin embargo, uno de sus problemas es la gestión compartida entre los servicios del Ministerio de Hacienda en materia de catastro y los propios ayuntamientos. Una mejora podría lograrse si se impulsara una reforma de la base imponible tomando el llamado *valor de referencia* como valor real a efectos jurídicos. A pesar de que técnicamente el catastro es capaz de determinar un valor de referencia ligado a la evolución del mercado, utilizarlo como método de cálculo de la base imponible presenta serios problemas jurídicos y, en mi opinión, un difícil problema político. El recuerdo de lo que se llamó el *catastrazo* a comienzos de los años noventa del pasado siglo parece impedir cualquier iniciativa de calado por parte del gobierno central, salvo que un amplio consenso pudiera ayudar a superar aquellos temores.

La segunda propuesta destacada es la creación de un impuesto sobre estancias turísticas como tributo potestativo. Se trata de una figura que existe en muchos países y que los estudios comparados confirman que no tiene efectos negativos sobre el turismo. Nuevamente,

dada la relevancia económica de este sector en nuestro país y los poderosos intereses que lo representan, su creación debería contar con el respaldo de las principales fuerzas políticas. La introducción de este impuesto local evitaría que las comunidades autónomas establecieran uno similar y obligaría a suprimir los ya existentes en Cataluña e islas Baleares. Aunque la comisión no lo propone, también cabría dar espacio a un tributo autonómico en esta materia, compartido con el nivel local, si bien desde el punto de vista del principio del beneficio, son los servicios públicos municipales como la seguridad, la limpieza, el transporte público o la movilidad los que soportan la mayor parte del coste de los movimientos turísticos.

En el caso del impuesto sobre vehículos de tracción mecánica (IVTM), a juicio de los expertos convendría establecer dos tramos: una cuota en función del valor patrimonial del vehículo para gravar la capacidad de pago de su propietario, y un componente ambiental para gravar más aquellos que contaminen en mayor medida. A título de anécdota, que ilustra la urgencia de la modernización de los impuestos locales, la comisión propone, con razón, suprimir la posibilidad de declarar exentos del IVTM los vehículos históricos o de más de 25 años. En la actualidad se está premiando a los vehículos más antiguos, o sea los que ocasionan mayores emisiones nocivas o señalan una inequívoca capacidad de pago (en el caso de los históricos), lo que obviamente constituye un despropósito.

El tercer impuesto local obligatorio es el de actividades económicas. Aquí caben tres opciones: suprimirlo definitivamente, sustituirlo por un nuevo impuesto que grave la actividad económica o reformar la actual figura. La comisión de expertos opta por la tercera y entre las numerosas medidas que es imprescindible adoptar, proponen eliminar la exención de las personas físicas y reducir el umbral exento, situado en una cifra de negocio de un millón de euros. Una reforma de ese tipo no será bien recibida socialmente, pero es necesaria para garantizar un mínimo de equidad y contribuir a un mejor sostenimiento de los servicios públicos locales.

Entre las reformas que afectan a impuestos locales potestativos, me detendré únicamente en el impuesto sobre incremento de valor de los terrenos de naturaleza

urbana (IIVTNU) dada la inminencia de su reforma tras la sentencia de 11 de mayo de 2017 del Tribunal Constitucional, que declara la inconstitucionalidad de los artículos 107.1, 107.2.a) y 110.4 de la LRHL. En la práctica, el Alto Tribunal ha establecido que no se puede exigir el tributo en caso de pérdidas. Esto crea serios problemas a los contribuyentes que han tenido minusvalías en la venta de vivienda, y también perjudica a los ayuntamientos que lo aplican (más de 3.000 en toda España). Los primeros porque tienen que pagar un impuesto ilegal para solicitar luego su devolución, y los segundos porque soportan incertidumbre y riesgos judiciales sobre sus ingresos. Los expertos aconsejan crear un nuevo Impuesto Municipal sobre Plusvalías Inmobiliarias, con el fin de gravar los incrementos de valor de los bienes inmuebles. Para corregir la doble imposición, proponen que el nuevo tributo sea deducible en el IRPF cuando grava las ganancias inmobiliarias. No deja de sorprender que al finalizar 2017, transcurrido casi un año desde la primera sentencia (16 de febrero), el gobierno no haya resuelto todavía este serio problema jurídico.

Por lo que se refiere al sistema de transferencias, el informe no ha abordado la cuestión de una mejor delimitación de las competencias locales, que se tratan como un dato de partida. Sin embargo, distingue entre los municipios de más de 20.000 habitantes, que deberían ser autosuficientes en términos de ejercicio de competencias. En cambio, las diputaciones deberían convertirse en *municipios de municipios* en apoyo de los servicios públicos locales cuando el tamaño sea inferior al citado límite. En este sentido, hay mucho que avanzar porque, en la actualidad, las diputaciones provinciales de régimen común realizan el 70% de sus gastos en municipios de más de 20.000 habitantes. Aunque los expertos no han podido entrar en el debate sobre la supresión de estas instituciones decimonónicas, no puedo dejar de señalar que, personalmente, esa sería mi opción preferida (3).

La principal novedad que aporta la comisión de expertos en materia de transferencias estatales es la propuesta de eliminar el modelo dual que rige desde 2004, en el que se distinguen los municipios mayores de 75.000 habitantes o que sean capitales, del resto. Para distribuir la aportación del Estado se utilizarían indicadores

de necesidad y de capacidad tributaria. Para los primeros, en el caso de los mayores de 20.000 habitantes, la población, con ponderaciones crecientes según el tamaño, sería el indicador más adecuado de necesidad (4). En el caso de los municipios pequeños, se añadirán indicadores de envejecimiento, dispersión u otros cuyos pesos relativos no se precisan en la propuesta. Los indicadores de capacidad fiscal combinan las bases imponibles del IBI y del IRPF, de modo que la regla de distribución debería ser más favorable a aquellos municipios con menor capacidad, con objeto de contribuir a nivelar la prestación de los servicios públicos.

### 3. La regla de gasto

El tercer elemento de la LRHL que debe reformarse son sus aspectos presupuestarios. Solo nos vamos a ocupar de la regla de gasto, que ha hecho correr mucha tinta a lo largo de 2017 en relación con el Ayuntamiento de Madrid. Se trata de un caso singular, que pone de manifiesto un problema de calado: la aplicación confusa de múltiples reglas contenidas en la Ley 2/2012 de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera (LOEPSF). Hemos visto cómo se intervenía un municipio que aporta un superávit de casi 0,1% del PIB de España, pero que no cumplía la regla de gasto en su plan económico financiero. Todo parece indicar que los problemas técnicos se vieron agravados por un conflicto político, dado que la resolución del asunto ha venido acompañada del cese del concejal de Hacienda del Ayuntamiento de Madrid. Pero más allá de lo sucedido en la capital de España, veamos con algo más de detenimiento esta cuestión.

Desde un punto de vista macroeconómico, los ciclos afectan a los ingresos públicos. Si durante un periodo expansivo, las administraciones dedican todos sus ingresos a financiar gastos, en particular de carácter recurrente, cuando cambia el ciclo y caen los ingresos, los gobiernos se enfrentan a la necesidad, bien de recortar los gastos, bien de endeudarse. Con el fin de ahorrar en las épocas de bonanza, el instrumento de la regla de gasto consiste en definir una tendencia de crecimiento que actúa como techo para el incremento del gasto público anual, aunque los ingresos públicos se benefician de un aumento más intenso que el tendencial. De

este modo, las fases de crecimiento económico generan ahorros públicos que permiten constituir fondos de reserva (o bien reducir la deuda) que podrán utilizarse en las fases de recesión (o que facilitará endeudarse).

La lógica descrita se traslada a nuestro ordenamiento mediante el artículo 12 de la LOEPSF que establece: *La variación del gasto computable de la Administración Central, de las Comunidades Autónomas y de las Corporaciones Locales, no podrá superar la tasa de referencia de crecimiento del Producto Interior Bruto de medio plazo de la economía española* (5). Al pasar de la macroeconomía a la aplicación práctica, una primera dificultad es que en España la regla de gasto no incluye la Seguridad Social, de modo que la eficacia macroeconómica se pone en riesgo. Por lo que se refiere al gasto computable en el ámbito de las entidades locales, se excluyen los intereses de la deuda y el gasto financiado con fondos finalistas procedentes de la UE o de otras administraciones públicas. No está clara la justificación económica en el primer caso, pero es un modo acertado de suavizar la regla.

La regla de gasto no implica congelar el tamaño del sector público. Para ello se prevé que cuando una administración local desee incrementar sus gastos por encima de la tasa de crecimiento permitida, podrá hacerlo si aplica cambios normativos que supongan aumentos permanentes de la recaudación. Si por el contrario se desea aprobar cambios normativos que supongan minoraciones de la recaudación, el nivel de gasto deberá disminuirse en la cuantía equivalente.

En estos términos se está aplicando de forma individual la regla de gasto a cada una de las entidades locales desde 2013. Y debe señalarse que en términos globales ha sido con éxito, dado los buenos resultados que se vienen sucediendo desde entonces. Sin embargo, una vez vencida la batalla contra el déficit local, imponer a cada ayuntamiento un crecimiento del gasto ajustado a la tendencia del crecimiento del PIB potencial da origen a algunas dificultades. Por un lado, el artículo 32 de la LOEPSF obliga a todas las entidades locales a destinar el superávit a la reducción de la deuda, lo que tiene un recorrido limitado en la medida que la mayoría de los ayuntamientos pequeños no están endeudados. Por otro lado, cuando un ayuntamiento genera

ahorro neto positivo, remanente de tesorería positivo y superávit en términos de Contabilidad Nacional –o sea, está plenamente saneado– se le impediría realizar inversiones relevantes, lo que además de un tanto absurdo podría conducir a un deterioro de la calidad de los servicios públicos.

Con el fin de corregir los problemas señalados, se añadió a la LOEPSF una disposición que permite a los ayuntamientos saneados realizar inversiones *financieramente sostenibles* cuyo catálogo se determina anualmente a través de la Ley de Presupuestos Generales del Estado. Aunque esta medida ha permitido recuperar cierto nivel de formación de capital, ha sido poco utilizada. Por último, la aplicación de la regla de gasto a una parte de las administraciones públicas que representan poco más del 10% del gasto total tiene escasos efectos macroeconómicos, dado que el resto de las administraciones sujetas la han incumplido de forma sistemática, tal como se aprecia en el cuadro 3. El cumplimiento de la regla por parte del sector público local en su conjunto, excepto en el año 2015, contrasta con la exigencia tan rigurosa al Ayuntamiento de Madrid, aunque esté bien fundada en la vigente ley.

Por los motivos señalados, la comisión de expertos para la reforma local ha recomendado una adecuación de la regla en las siguientes líneas (6). En primer lugar, podría ser conveniente ampliar los supuestos que permiten un mayor gasto no financiero computable, más allá del incremento de recaudación por cambios normativos de carácter permanente. Por ejemplo, cuando un ayuntamiento genera superávits de forma continuada, una parte de los mismos podría dar lugar a un mayor gasto. Una segunda vía de flexibilización sería eximir de la aprobación de un plan económico financiero cuando un incumplimiento de los objetivos de déficit o regla de gasto se ha financiado con recursos propios. Quizá, una vez que lo permita la normativa europea, lo más sencillo sería aplicar la regla únicamente a los gastos corrientes de todas las administraciones públicas.

También sería necesario adaptar la regla de gasto en aquellos ayuntamientos en los que se producen incrementos de población que requieren la prestación de más servicios públicos y cuya presencia en el municipio incrementa sus ingresos sin que se adopten

**Cuadro 3****Regla de gasto y grado de cumplimiento**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Regla de gasto	1,7	1,5	1,3	1,8	2,1	2,4	2,7	2,8
Cumplimiento de:								
Administración central	-8,1	1,9	6,4	0,3	sd	sd	sd	sd
Comunidades autónomas	-5,3	0,1	5,2	0,4	sd	sd	sd	sd
Corporaciones locales	-3	0,2	2,3	-1,2	sd	sd	sd	sd

Fuente: Ministerio de Hacienda y Función Pública.

medidas normativas para elevarlos. Igualmente han de considerarse los efectos de la aplicación de leyes estatales y autonómicas que pueden obligar a elevar sus gastos. Finalmente, una regla de gasto reformada debería contemplar la aparición de ingresos y gastos extraordinarios, si bien garantizando que dichos gastos extraordinarios no se consolidan en el tiempo, en particular una vez desaparecidos los ingresos. Por ejemplo, si un ayuntamiento paga una indemnización a la que ha sido condenado por sentencia judicial, este gasto no recurrente no debería acarrear consecuencias por incumplimiento de la regla de gasto.

En síntesis, el sector público local ha cumplido en 2017 con las expectativas favorables que se le atribuían. Lo mismo cabe esperar para 2018 en lo que se refiere a las cuentas económico financieras. En los aspectos institucionales, la reforma del sistema de financiación local al mismo tiempo que el autonómico de régimen común, proporcionaría una buena oportunidad para mejorar la gestión de ambos niveles de gobierno. Confiamos que ello no se vea paralizado por la crisis política que vivimos en este comienzo de 2018.

**NOTAS**

- (1) Véase AIREF (2018).
- (2) Comisión de expertos (2017).
- (3) En Cuenca (2017) se analiza esta cuestión con los matices que aquí no procede detallar.
- (4) Las ciudades de Madrid y Barcelona tendrían un régimen específico.
- (5) La normativa española aplica la europea que nace del Reglamento 1175/2011 (UE), del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, por el que se modifica el Reglamento (CE) 1466/97 del Consejo, relativo al refuerzo de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas.
- (6) Comisión de expertos, 2017, págs. 13-16.

**BIBLIOGRAFÍA**

- AIREF (2018), <http://www.airef.es/-/los-ultimos-datos-de-ejecucion-presupuestaria-modifican-de-factible-a-probable-el-cumplimiento-del-deficit-del-3-1-para-la-economia-espanola>.
- Comisión de expertos (2017), [http://www.minhafp.gob.es/es-ES/CDI/Paginas/SistemasFinanciacionDeuda/InformacionEELLS/Reforma\\_SFL.aspx](http://www.minhafp.gob.es/es-ES/CDI/Paginas/SistemasFinanciacionDeuda/InformacionEELLS/Reforma_SFL.aspx).
- Cuenca, A. (2018), *Las diputaciones provinciales ante el siglo XXI*. Informe Red Localis: Organización y Financiación de Servicios Municipales, Diputación de Ourense.



# CAPITAL HUMANO Y EMPLEO

**Coordinador**

**Pascual Fernández**

*Decano-Presidente del Colegio de Economistas de Madrid*

## RUMBO FIRME HACIA LOS VEINTE MILLONES DE EMPLEOS

**Fátima Báñez**

*Ministra de Empleo y Seguridad Social*

### RESUMEN

Dos mil diecisiete ha vuelto a ser un año extraordinario para el mercado laboral. La creación de más de 610.000 puestos de trabajo supone el mejor registro anual de creación de empleo en términos homogéneos. Y se han recuperado más de 2.300.000 de los empleos destruidos durante la crisis, el 70%.

Consolidar esta recuperación y alcanzar los veinte millones de empleos debe continuar siendo nuestro principal objetivo. A la vez, debemos ser capaces de impulsar una agenda que contribuya a avanzar en la calidad del empleo situando nuestro talento como el mejor activo estratégico para competir en el futuro.

### PALABRAS CLAVE

Empleo, Recuperación, Talento, Competitividad, Bienestar social, Diálogo.

En 2017 la economía española volvió a crecer por encima del 3%. Y ese crecimiento volvió a traducirse en creación de empleo: la forma más inclusiva de recuperación. Con la creación de algo más de 610.000 puestos de trabajo, este año ha supuesto el mejor registro anual de creación de empleo en términos homogéneos. Y, al alcanzar los 19 millones de ocupados, nos situamos a un paso del objetivo de lograr esos veinte millones de personas trabajando que había antes de la crisis.

El vigor de esta etapa no se explica sin las transformaciones estructurales de la economía española. Reformas que han permitido un crecimiento mucho más equilibrado que antes de la crisis. Además, el superávit externo se mantiene, revelando fuertes ganancias de competitividad relativa que están permitiendo la mejora del nivel de vida de los ciudadanos.

Esta evolución no es fortuita. Es el resultado del esfuerzo colectivo de la sociedad española y de una política económica acertada. Durante este tiempo, nuestra economía ha logrado corregir muchas de sus debilidades estructurales, circunstancia que debe servir de acicate para continuar avanzando en el futuro.

Nuestro país encadena cincuenta meses liderando la reducción del desempleo en la zona euro. Y consolida el periodo más prolongado de incrementos sucesivos en la contratación indefinida.

Con todo, queda camino por recorrer. Necesitamos afianzar todos estos cambios para continuar reduciendo un desempleo y una temporalidad aún elevados. Por otro lado, también debemos continuar mejorando nuestra productividad, así como seguir adaptándonos a los desafíos de nuestro tiempo: globalización, digitalización y envejecimiento.

En esta era global, España tiene que competir en talento, con todo su talento. Una meta que requiere ir superando las deficiencias estructurales que han mantenido relegado a una parte de ese valor que existe en nuestro mercado laboral. Por ello no hay mejor noticia para nuestra competitividad que la de que el empleo juvenil crezca hoy en España el doble que la media, que haya más mujeres trabajando que nunca y que, por primera vez, se haya abierto un mecanismo que permite la compatibilidad voluntaria entre empleo y pensión, favoreciendo la permanencia en el mercado de trabajo de las personas que alcanzan la edad de jubilación.

Para competir en talento es necesario avanzar en la calidad del empleo. En este sentido, la agenda integral de calidad en el empleo que estamos implementando desde el Ministerio de Empleo y Seguridad Social constituye un fundamento de política económica para generar incrementos de la productividad.

La temporalidad no constituye un problema exclusivamente social. Se trata de un problema económico que limita nuestro potencial. Erosiona la productividad. Y lo hace tanto porque el trabajador se motiva menos al no formar parte de un proyecto empresarial que le comprometa como porque no se invierte en su formación.

En nuestro país tres de cada cuatro asalariados cuentan con un contrato indefinido: 7,2 puntos más que en 2006. Los datos de EPA del último trimestre de 2017 indican que los ocupados con empleos de menos de un mes representan menos del 0,89%. Y lo más relevante: a finales de 2017, España recuperaba el nivel de empleo indefinido previo a la crisis económica.

A ello han contribuido dos hechos de especial relevancia. En primer lugar que, por primera vez, España ha iniciado una recuperación con incrementos en la contratación indefinida. Históricamente las recuperaciones se habían apuntalado con mayores incrementos del empleo temporal. En el año 93, por ejemplo, hubo que esperar seis trimestres para que el crecimiento se tradujera en un aumento de la contratación indefinida. Y aunque durante los denominados brotes verdes de 2010 hubo un ligero repunte económico, se siguió destruyendo empleo indefinido. El segundo hecho relevante es que los incrementos en la contratación indefinida se están consolidando en el tiempo y se encadena el periodo más largo de los registros de crecimiento de la contratación indefinida: 47 meses consecutivos de incrementos en la misma.

El balance del empleo recuperado durante esta etapa muestra que el 97% del empleo creado desde entonces lo es a tiempo completo. Dato que desmiente esa tesis que afirma que la creación de empleo en España se fundamenta en un aumento de la parcialidad. Y que se ve refrendado por los datos de Eurostat, que muestran cómo España lidera la creación de empleo a tiempo completo en la zona euro.

La formación, además de la estabilidad, supone otro fundamento esencial para apuntalar mejoras en la calidad. El aprendizaje es el mayor reto al que nos enfrentamos para mejorar la calidad del empleo e impulsar nuestra capacidad productiva. Y no solo el de nuestros jóvenes. La formación continua y la obtención de nuevas habilidades que permitan a personas de más edad retornar al empleo son claves en una economía en rápida y permanente transformación. Los empleos más cualificados son más estables y están mejor retribuidos porque las condiciones laborales terminan por apoyarse en la productividad del trabajador. A ello también incide un clima de negocios adecuado y un entorno en el que la regulación y el sector público favorezcan la competencia. Y, por supuesto, unos servicios públicos eficaces, que protejan al trabajador y le preparen para regresar al empleo, generando incentivos adecuados para la activación.

El papel del diálogo social en todo este proceso es de gran importancia. Los agentes sociales deben seguir contribuyendo a las transformaciones que España necesita a través de la negociación colectiva. Lo han hecho en estos cuarenta años de democracia, demostrando que el diálogo social es un instrumento esencial para la mejora de la competitividad de nuestro país y el diseño de nuestro modelo social. Se deben vincular en mayor medida salarios y productividad y favorecer un reparto justo de las rentas. Actualmente los salarios siguen ligados en mayor medida a la antigüedad que al rendimiento del trabajador, al del equipo de trabajo o a la marcha de la empresa. Circunstancia que ha sido así tradicionalmente y que debe ser superada, al igual que por fin se deja atrás la ligazón entre salarios e inflación. También resulta muy relevante la capacidad de acción de los agentes en la mejora del sistema de formación para el empleo y en el control de la causalidad de la contratación temporal.

Este Gobierno está apostando firmemente por el diálogo social para la mejora del entorno laboral. El acuerdo para el incremento del SMI constituye un punto de inflexión en este sentido. 2017 se abrió con un acuerdo para incrementar el SMI un 8%, la mayor subida en treinta años, y concluía con otro acuerdo que establecía una senda de incrementos que acabe consolidando una subida del 32% hasta 2020. Tras varios años de

estancamiento del SMI y teniendo en cuenta la evolución de las retribuciones en la parte baja de la distribución, la bonanza económica permite avanzar en este ámbito comenzando por mejorar los salarios más bajos.

Asimismo, se están consensuando medidas con los agentes en otras muchas áreas, destacando la lucha contra la temporalidad, las desigualdades de género y la conciliación, la formación y el empleo juvenil. El diálogo en distintas mesas es continuo. Por ello espero que se pueda materializar en acuerdos y cambios legislativos a lo largo de 2018. El Gobierno ya ha realizado propuestas muy concretas al respecto.

Por otro lado, la intensa creación de empleo ha tenido un impacto muy significativo en las cuentas de la Seguridad Social. Los ingresos por cuotas en 2017 crecerán por encima del gasto en pensiones por primera vez desde 2008: se incrementan el 5,3% frente al 3% del gasto en pensiones. Este avance explica que, con casi un millón de afiliados menos, los ingresos por cotizaciones sociales serán los más elevados de la historia, así como un hito fundamental: que en 2017 hemos logrado revertir la tendencia del deterioro del déficit del sistema iniciando el camino de vuelta al equilibrio financiero.

Ese será, precisamente, otro ámbito de diálogo fundamental, el que se está desarrollando en el marco del Pacto de Toledo, pues es necesario continuar modernizando y adaptando el sistema de pensiones a los cambios sociales.

Los españoles tenemos un sistema de pensiones excepcional que se enfrentará en los próximos años al reto del envejecimiento de la población. Eurostat prevé que en 2050 el porcentaje de población en edad de trabajar será trece puntos inferior al actual. Una transformación del sistema de tal envergadura debe de ser pactada con la mayoría del arco parlamentario y con los agentes sociales.

De forma paralela a este diálogo, el Gobierno continuó en 2017 impulsando iniciativas para favorecer el alargamiento de la vida laboral con la compatibilidad entre trabajo y pensión. Y continuará en la misma senda. El incremento del empleo y de su productividad son la garantía de su sostenibilidad.

El diálogo también se extiende a las comunidades autónomas, que cuentan con amplias competencias, tanto en empleo como en la gestión de los sistemas de protección social. En el marco de la Conferencia Sectorial se lleva tiempo transformando el sistema de políticas de activación para el empleo, con un amplio consenso que se está traduciendo en buenas iniciativas para todos. Recientemente se han aprobado la nueva Estrategia Española de Activación y el Plan Anual de Empleo 2018. Ambos constituyen la guía para la modernización de la asistencia a los desempleados, que se apoya cada vez más en las tecnologías de la información, el tratamiento individualizado y en un seguimiento con base en indicadores de eficacia.

En el ámbito de la protección social, debemos seguir avanzando para mejorar la coherencia y coordinación entre los distintos programas de protección al desempleado e inserción laboral. El Gobierno trabaja con los agentes sociales en el rediseño del Plan Prepara y del PAE con el objetivo de mejorar la cobertura de los desempleados. El proyecto de tarjeta social contribuirá sin duda a este proceso. El objetivo es utilizar de forma más inteligente los recursos, mejorando las capacidades para el diseño de las políticas sociales, evitando solapamientos e ineficiencias. Y, por supuesto, vincular protección y empleo.

El empleo es la mejor política social. Todos los esfuerzos deben dirigirse a la inserción laboral estable. Una falta de vinculación entre estos instrumentos y el empleo no solo sería injusta, pues debe existir un equilibrio entre derechos y obligaciones que una el contrato social, sino que tendría efectos perversos. Condenaría a los beneficiarios a una suerte de trampa de pobreza, en la que la dependencia de la ayuda pública sería muy difícil de superar.

Hoy en día lo digital empapa buena parte de los debates económicos. A finales de 2017, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, en el marco del diálogo social, impulsó un programa formativo en habilidades digitales, dotado de 60 millones de euros, que demuestra el compromiso para abordar la transformación digital. Recientemente también se ha anunciado la constitución de un grupo de trabajo con expertos independientes de diversos ámbitos para la elabora-



ción de un libro blanco sobre el futuro del empleo, que debe sentar las bases para adaptar nuestra normativa y nuestras políticas al reto de la digitalización. El mundo está cambiando muy rápido. Existe una enorme incertidumbre y necesitamos reflexionar y actuar en consecuencia.

Uno de los ámbitos de reforma en los que más se ha avanzado en los últimos años, de forma muy discreta, ha sido el de la inspección de trabajo. España dispone de una inspección puntera a nivel global, que ha experimentado desde 2012 una profunda transformación. La estrategia de lucha contra el fraude culminó en 2017 con unos resultados excepcionales: se afloraron más de medio millón de empleos, se detectaron 7.000 empresas ficticias y se convirtieron casi 350.000 empleos indebidamente temporales en indefinidos.

La estrategia de lucha contra las empresas ficticias y el empleo sumergido se ha articulado a través del desarrollo de una estrecha coordinación con otras entidades públicas como las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad del Estado, el Poder Judicial o la Agencia Tributaria. Estos esfuerzos se acompañaron de medidas regulatorias que han incrementado la capacidad de actuación de inspectores y subinspectores, además de endurecer el régimen sancionador. Al mismo tiempo, se ha impulsado la capacidad de apoyar la gestión en los sistemas de información, lo que ha permitido incrementar de forma muy relevante la eficacia de la acción inspectora.

En 2018 se abre una nueva fase con la próxima aprobación de una nueva estrategia y con la discusión de propuestas de nuevas medidas regulatorias. La inspección es la última garantía de la calidad del empleo y debe continuar actuando para abordar asuntos como la exigencia de la causalidad en el empleo temporal o la declaración adecuada de las horas de trabajo en el empleo a tiempo parcial. También es necesario realizar un seguimiento de las nuevas formas de empleo para asegurar que, en la era de la digitalización, no se pierde ninguna oportunidad, pero tampoco ningún derecho. En 2017 se abordaron ya distintas actuaciones al respecto.

Por otra parte, se va a seguir invirtiendo en sistemas de información, así como también se van a reforzar los

recursos humanos de la Inspección en mayor medida. La combinación de mejoras en la gestión, apoyada en las TIC, junto con una estrategia bien diseñada y nuevas atribuciones legales, permitirá un cumplimiento de la ley más estricto en defensa de los trabajadores y de la competencia leal entre empresas. Y, por supuesto, reforzará la sostenibilidad de nuestro sistema de Seguridad Social.

El 2017 fue especialmente positivo para nuestros jóvenes en términos de empleo. Los esfuerzos realizados desde el primer acuerdo de legislatura de diciembre de 2016 con los agentes sociales para impulsar el sistema de garantía juvenil dieron sus frutos y seguirán dándolos. La tasa de paro de este colectivo ya se ha reducido en veinte puntos desde la recuperación. España ha conseguido absorber más de un 30% de los fondos de la Unión Europea para esta iniciativa, que ya ha registrado a más de un millón de jóvenes: el 41% ha obtenido un empleo. En 2018 se aprobará un nuevo marco estratégico para contribuir a mejorar la situación de aquellos en los que se va a apoyar nuestro bienestar futuro. También se están realizando propuestas en el marco del diálogo social para mejorar el sistema de formación dual.

El compromiso del Gobierno es claro para seguir avanzando en la igualdad de oportunidades y la conciliación. La brecha salarial entre mujeres y hombres se ha reducido cuatro puntos desde la recuperación y se sitúa ya en mínimos históricos. Es menor que la media europea, pero queda mucho camino por recorrer. Para avanzar en este ámbito se amplió el permiso de paternidad de dos a cuatro semanas, se favoreció el emprendimiento femenino con la tarifa plana de autónomos y se consolidó el complemento por maternidad para la jubilación femenina, que, desde su entrada en vigor, ha contribuido a reducir la brecha salarial en pensiones un 13%.

El empleo autónomo ha sido otro de los campos en los que se han concentrado iniciativas relevantes durante 2017. La Ley de Autónomos, que recibió el apoyo unánime de todos los grupos parlamentarios, supone un nuevo impulso a lo que sin duda ha constituido uno de los motores de creación de puestos de trabajo.

Los autónomos fueron los primeros en crear empleo a finales de 2013 y encadenan 51 meses consecutivos de incrementos de afiliación. Los afiliados al RETA superan los 3,2 millones y han recibido recientemente un nuevo impulso con la aprobación de la Ley de reformas del trabajo autónomo, que incluye facilidades para los autónomos emprendedores, ampliación de la tarifa plana de 50 euros y la eliminación de cargas y trabas burocráticas.

En 2017 se ha demostrado que el impulso reformista del Ministerio de Empleo y Seguridad Social va a continuar durante toda la legislatura. Y que los esfuerzos del pasado están dando sus frutos. El gran reto sigue siendo alcanzar los 20 millones de empleos a finales de 2019 y converger con la tasa de empleo europea en el horizonte de 2022, alcanzando un nivel de ocupación

del 70% al que nunca hemos accedido. Alcanzar estos niveles contribuirá a fortalecer nuestro sistema de pensiones. Y para ello debemos continuar mejorando la regulación y el diseño de las políticas de empleo, así como abordar los retos de las economías desarrolladas del siglo XXI: tecnología, globalización y envejecimiento.

España ha probado su capacidad de superar momentos muy duros y salir fortalecida. Debemos ser optimistas y continuar impulsando el talento, la formación y la productividad como apuestas seguras para mejorar la calidad de vida de los ciudadanos en nuestro estado del bienestar. En 2017 hemos vuelto a demostrar que los avances son posibles. Y estoy convencida de que juntos podremos decir lo mismo al concluir 2018.

***Pero, ¿aún no conoces nuestro programa de beneficios?  
Estas son algunas de las ventajas que te estás perdiendo(\*):***

En **MOTOR** (con descuentos entre un 2% y un 30%, además de atención personalizada):



En **CARBURANTE** y **SERVICIOS** al **AUTOMOVILISTA**:



Con descuento de hasta 7,5 céntimos/litro  
(acumulable a otros descuentos)



10% dto. Ada mantenimiento

En **VIAJES** y **HOTELES** (con descuentos entre un 5% y un 15%, además de otras ventajas):



En **FORMACIÓN** (con descuentos en estudios de Grado y Postgrado entre un 10% y un 20%):



En **SEGUROS** (Vida, Salud, RC, ...) y **PRODUCTOS FINANCIEROS** (Cuentas de ahorro, Financiación,...):



En **OCIO** y **RESTAURACIÓN** (Museos, Restaurantes, Espectáculos, Actividades deportivas,...):



En **SALUD** y **BIENESTAR** (Oftalmología, Odontología, Psicología, Fisioterapia,...):



En **RECURSOS** y **PUBLICACIONES** (Centros de Negocio, Software empresarial, Suscripciones,...)

***¡Aprovéchalos y disfruta de una "cuota colegial cero"!***

(\*) Para consultar estos y otros descuentos, debes acceder al apartado de "Seguros y otros beneficios" de nuestra página web.

# LA INTERMEDIACIÓN LABORAL COMO SERVICIO DE INFORMACIÓN

**Miguel Ángel Malo**

*Universidad de Salamanca*

## RESUMEN

En este artículo se revisa la situación general de la intermediación laboral en España. Para ello, se discute el papel de la intermediación como prestación de un servicio de información a los dos lados del mercado de trabajo (desempleados que buscan un empleo y empresas que buscan cubrir una vacante). Se comenta el papel y la información estadística de canales formales e informales de transmisión de la información, distinguiendo en los primeros entre servicios públicos de empleo y servicios privados de intermediación. Finalmente, se ofrece una serie de reflexiones sobre algunos desafíos importantes de la intermediación laboral en España para el futuro inmediato.

## PALABRAS CLAVE

Intermediación laboral, Servicios públicos de empleo, Agencias privadas de colocación, Desempleo, Vacantes.

## 1. Introducción

Desde un punto de vista económico, la intermediación laboral pretende ayudar a casar ofertas y demandas en el mercado de trabajo. Es habitual aproximarse a la intermediación solo como una cuestión de facilitar la búsqueda de empleo, pero, en realidad, se trata de un doble proceso: los parados buscan un puesto de trabajo y las empresas buscan personas para cubrir sus vacantes. Ambos procesos de búsqueda requieren de la utilización de recursos escasos (para desempleados y empresas) y, sobre todo, de tiempo. Por tanto, la intermediación laboral puede verse como la prestación de un servicio que consiste en proporcionar información para mejorar esa doble búsqueda. El artículo comenzará repasando los principales argumentos de esta perspectiva. Desde un punto de vista empírico, los servicios públicos de empleo suelen ser el principal foco de estudio de la intermediación laboral y centrarán la exposición de los datos sobre intermediación. Sin embargo, también prestaremos atención a los servicios privados de intermediación y a los canales informales que proporcionan información en la búsqueda de empleo. Una sección final con una serie de reflexiones sobre los desafíos de la intermediación laboral en España cierra el artículo.

## 2. Intermediación laboral e información<sup>(1)</sup>

La teoría de la búsqueda es la base teórica convencional para entender el emparejamiento de desempleados y vacantes (Pissarides, 2000). La información disponible en el proceso de búsqueda es una variable clave para determinar la duración de los episodios de desempleo.

La información puede llegar tanto a través de canales informales como formales. La familia, los amigos o los contactos pueden verse como canales informales, en el sentido de que no están especializados para la búsqueda de empleo, aunque se prestan a ser utilizados para ello. Cabría resaltar que los contactos tienen potencial para ser un canal informal más eficaz que la familia o los amigos. Como ya señalase Granovetter (1973), las redes de contactos (consideradas redes sociales *débiles*) tienen una menor redundancia de información que las redes de familiares y amigos (las llamadas redes sociales *fuertes*). La menor redundancia de las redes sociales *débiles* hace que quien tiene más contactos acceda a una cantidad mayor de información y con mayor variedad, lo cual puede ser muy útil a la hora de encontrar un empleo y, de hecho, aumenta la tasa de empleo de aquellos que gastan más tiempo en buscar empleo a través de las redes *débiles* (Zenou, 2015).

En cuanto a los canales formales, tenemos las organizaciones que existen precisamente para poner en contacto a quienes buscan empleo con quienes buscan cubrir una vacante en su empresa. Estas organizaciones pueden ser públicas (los servicios públicos de empleo) o privadas (los diferentes tipos de agencias de colocación, entre las que están las empresas de trabajo temporal, ETT). Estas organizaciones aumentan la información sobre la cantidad y el tipo de ofertas de puestos de trabajo disponibles, de manera que los desempleados –dado su salario de reserva– pueden conocer antes ofertas aceptables, con lo que encontrarían antes un puesto de trabajo, se recortaría la longitud de los periodos de desempleo y, en último término, disminuiría la tasa de desempleo.

Sin embargo, una vez que existen las organizaciones especializadas en la intermediación puede aparecer un típico problema de selección adversa causado por la asimetría de la información de los diferentes agentes (Akerlof, 1970). Los trabajadores menos productivos tienen incentivos para simular que tienen las mismas características que los trabajadores realmente productivos y las empresas con malas vacantes tienen incentivos para ocultar la baja calidad de sus vacantes y simular que son como las empresas con buenos puestos sin cubrir. Mucha de la prevención que tradicionalmente han presentado los sindicatos contra los intermediarios laborales privados está relacionada con la posibilidad de un uso estratégico de esa información (por ejemplo, dando peores oportunidades de empleo a aquellos trabajadores que se muestran más reivindicativos con sus derechos en misiones sucesivas).

Son posibles varias estrategias para mitigar este tipo de problemas y elevar la calidad media de la intermediación. Una regulación adecuada de la intermediación laboral privada puede ser de gran ayuda. Por ejemplo, cuando en España se obligó a que los trabajadores en misión cobrasen lo mismo que los trabajadores de la empresa cliente y no una cantidad inferior, desaparecieron toda una serie de ETT que solo existían gracias a la posibilidad de establecer ese margen salarial. Quedaron, pues, en el mercado las ETT que prestaban servicios con un nivel de calidad que permitía obtener un beneficio incluso a pesar de la igualdad salarial de los trabajadores en misión con los trabajadores equiva-

lentes de la empresa cliente. También la coexistencia de intermediarios públicos y privados configura una mayor calidad media de la intermediación. El caso histórico de Estados Unidos ilustra muy bien esta cuestión. El punto crucial es que, como la intermediación pública no tiene un fin de lucro, no tiene incentivos para un uso estratégico de la información (Lee, 2009), con lo que el servicio público de empleo puede revelar información veraz a un coste monetario nulo para el trabajador. Como resultado, los trabajadores se autoseleccionaron hacia el servicio público. Esta competencia adicional expulsó a los intermediarios privados de baja calidad. El resultado final fue una mejora de la calidad de la información en el mercado de trabajo, con efectos beneficiosos en el emparejamiento de parados y vacantes.

En definitiva, la coexistencia de los servicios públicos y privados de empleo parece lo más deseable para que la intermediación laboral se desarrolle con unos estándares de calidad adecuados.

No obstante, la coexistencia de los dos tipos de servicios de colocación también puede dar lugar a problemas específicos para los servicios públicos de empleo. Los trabajadores menos empleables es más probable que acaben concentrados en los servicios públicos de empleo y no en los privados, porque cuando se ha probado todo sin resultado, siempre queda el servicio público de empleo. Por el lado de las empresas, para las vacantes difíciles de cubrir porque casi nadie las quiere, siempre se pueden inscribir en los servicios públicos de empleo. Se produce, pues, un claro resultado de selección adversa. Esto da lugar a una aparente ineficacia generalizada de los servicios públicos de empleo porque estos han de intermediar con los trabajadores más difíciles de colocar y las vacantes más difíciles de cubrir. Es importante hacer notar que este sesgo puede aparecer incluso cuando, para trabajadores idénticos, servicios públicos y privados son igualmente eficaces. Weber y Mahringer (2008) encuentran que las oficinas públicas de empleo se especializan en el apoyo a la búsqueda de trabajadores poco cualificados por la propia autoselección de los desempleados; cuando controlan dicha autoselección no hay diferencias significativas en la eficacia de las oficinas públicas de empleo frente a otros métodos de búsqueda. En un sentido más

amplio, algunos trabajos empíricos apuntan a que la gestión de vacantes por parte de los servicios públicos de empleo es más eficaz reduciendo las fricciones de la búsqueda de empleo (Holzer y Watanabe, 2017).

### 3. Las cifras de la intermediación laboral en España

Puesto que cada parado (según la definición estándar de la Organización Internacional del Trabajo) es alguien que no tiene empleo, está disponible para trabajar y está buscando activamente empleo, el conjunto de todos los parados sería el *stock* de personas involucradas en la intermediación (2). Para esa búsqueda, los desempleados intentarán obtener información a través de canales formales e informales. Como hemos dicho que la búsqueda es doble, podemos caracterizar de manera paralela el lado de las empresas. Aunque la definición de vacante no se encuentra estandarizada del mismo modo que la definición de desempleado, podemos entender una vacante de forma sencilla como aquel puesto de trabajo ya existente (ocupado previamente por otro trabajador) o recién creado que la empresa considera que está disponible para ser ocupado y,

para ello, la empresa busca activamente un trabajador que lo ocupe (3). Al igual que en el caso de los trabajadores, la búsqueda de las empresas puede hacerse a través de canales formales (profesionales) o informales (contactos, amigos o familiares).

#### 3.1. La intermediación profesional

La intermediación profesional del sector público español se realiza a través de los Servicios Públicos de Empleo (SPE) autonómicos (4). El gasto que se realiza en dichos SPE en España ha sido del 0,14% del PIB en 2015 (5) (cuadro 1), lo cual está por encima de otros países europeos como Portugal (0,07), Irlanda (0,09) o Italia (0,10), pero lejos de lo que gastan Alemania (0,36), Suecia (0,26), Holanda (0,25) o Francia (0,25).

La tendencia a lo largo del tiempo (gráfico 1) muestra que España ha estado siempre próxima al gasto en intermediación de Irlanda, Italia y Portugal, siempre por debajo del 0,20% del PIB. La pauta temporal en España fue creciente desde 2004 hasta 2010. Después se produjo un descenso brusco, para luego ir recuperándose a partir de 2013, aunque en 2015 todavía está

#### Cuadro 1

#### Gasto en políticas activas en países europeos seleccionados en 2015

(en porcentaje del PIB)

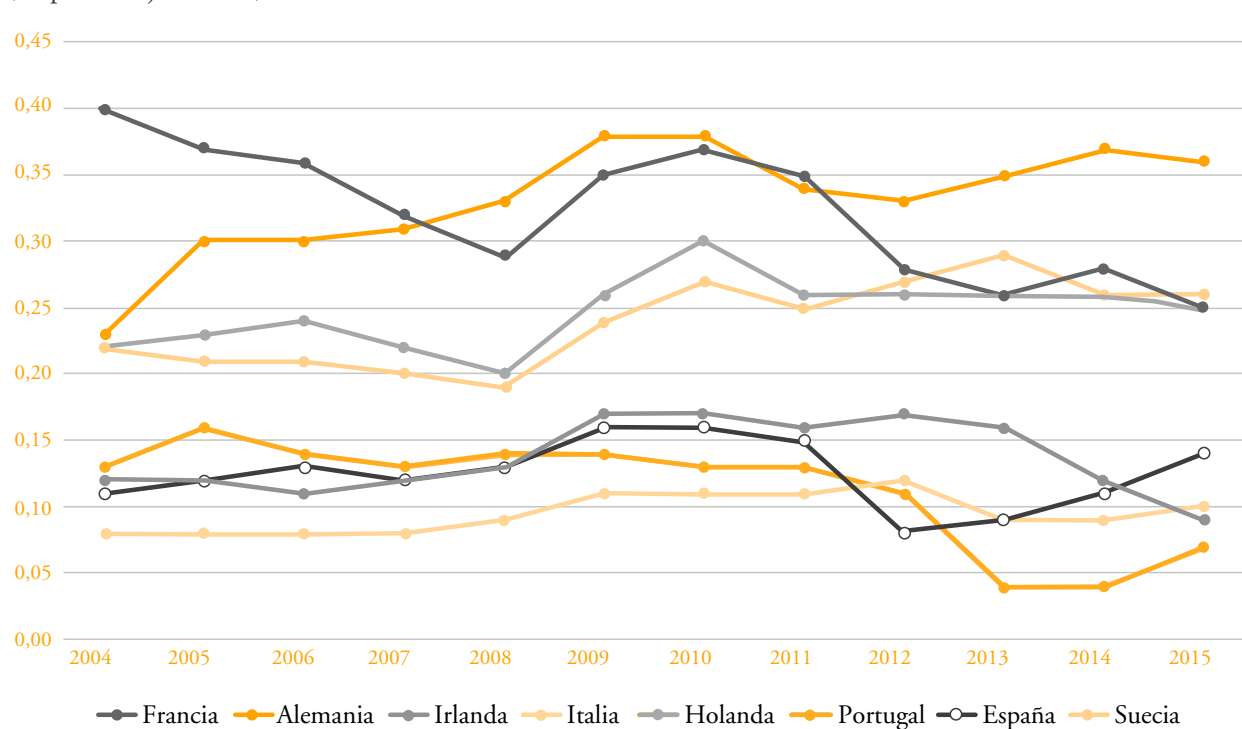
	SPE y administración	Formación	Incentivos al empleo	Empleo protegido y rehabilitación	Creación directa de empleo	Incentivos nuevas empresas
Francia	0,25	0,37	0,05	0,09	0,22	0,03
Alemania	0,36	0,20	0,02	0,03	0,01	0,01
Irlanda	0,09	0,23	0,05	0,01	0,20	0,00
Italia	0,10	0,17	0,23	0,00	0,00	0,02
Holanda	0,25	0,07	0,05	0,39	0,02	0,00
Portugal	0,07	0,27	0,16	0,01	0,04	0,00
<b>España</b>	<b>0,14</b>	<b>0,12</b>	<b>0,07</b>	<b>0,07</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>
Suecia	0,26	0,15	0,60	0,26	0,00	0,01

NOTA: En las celdas donde aparece 0,00 significa que el valor es inferior a 0,005.

Fuente: OECD StatExtract (<http://stats.oecd.org/Index.aspx>).

**Gráfico 1****Gasto en políticas de servicios públicos de empleo y administración en países europeos seleccionados, 2004-2015**

(en porcentaje del PIB)



Fuente: OECD, StatExtract (<http://stats.oecd.org/Index.aspx>).

algo por debajo de los valores que alcanzó en 2009 y 2010. Cabe mencionar que este repunte ha sido más rápido que el que se observa en Italia y Portugal.

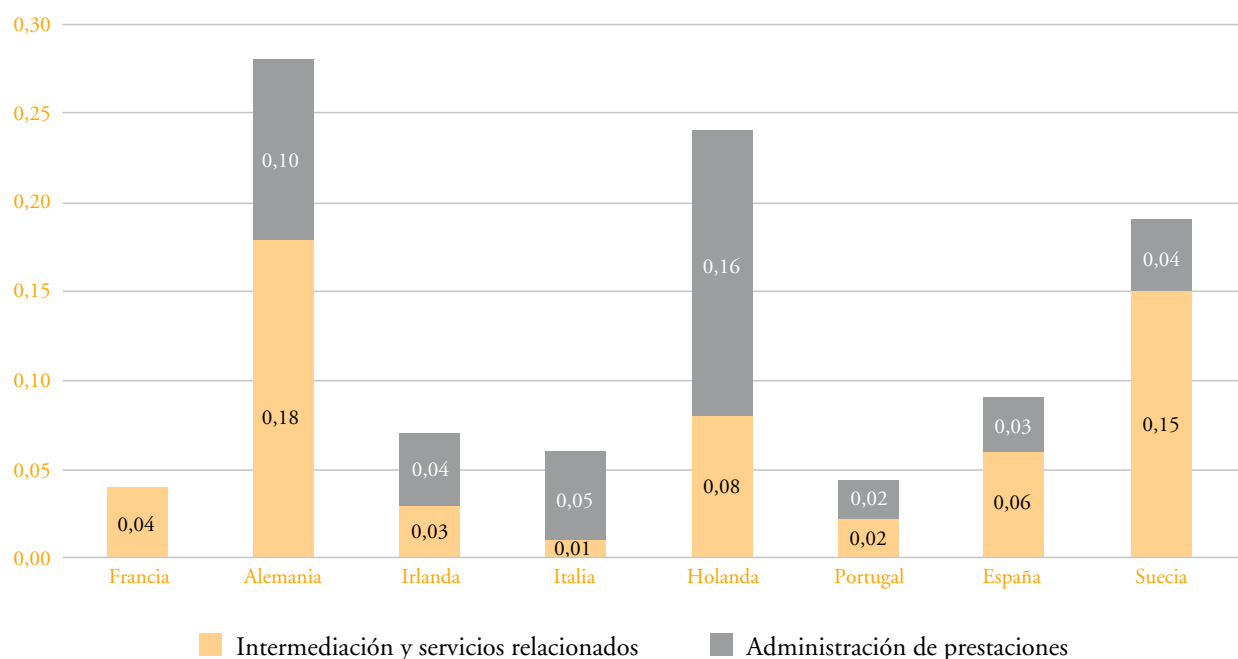
Dado que este gasto incluye lo referido a administración de las prestaciones (que también gestionan los SPE), el gráfico 2 ofrece la desagregación del gasto exclusivamente relacionado con intermediación de los gastos relacionados con la administración de las prestaciones en 2015. España, de nuevo, aparece alineada con Irlanda, Italia y Portugal con el valor, no obstante, más alto de este grupo, pues alcanza el 0,06% del PIB. De hecho, con este valor España queda cerca de Holanda, que se sitúa en el 0,08. Alemania y Suecia lideran el gasto en intermediación (0,18 y 0,15, respectivamente), con una estructura de gasto en la que los recursos dedicados a intermediación son mayores que los dedicados a la administración de las prestaciones (sobre todo en Suecia), algo que también sucedió

en España en dicho año, aunque con valores siempre alejados de los de los dos países mencionados. En definitiva, a nivel internacional, España es un país en el que se gasta menos (en términos del PIB) en los SPE, aunque está cerca de recuperar porcentajes de gasto que se habían alcanzado antes del ajuste fiscal de 2012.

Para entender la anatomía de la intermediación laboral pública, hay que descender a las estadísticas nacionales. Como en otras cuestiones que afectan a nuestro mercado de trabajo, los datos sobre intermediación son a la vez numerosos y escasos. Los servicios públicos de empleo publican multitud de información sobre su actividad de colocación en las estadísticas mensuales de empleo, disponibles gratuitamente en línea en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), pero no contamos con información de conjunto de toda la intermediación laboral profesional (pública, privada y de la colaboración entre ambas).

**Gráfico 2****Gasto en políticas de servicios públicos de empleo y administración en 2015, desagregado por función**

(en porcentaje del PIB)



NOTA: Para Francia, la fuente original solo proporciona información para la categoría de intermediación y otros servicios relacionados.

Fuente: OECD StatExtract (<http://stats.oecd.org/Index.aspx>).

El concepto clave de las estadísticas administrativas del SEPE es el de colocación, que se refiere al puesto de trabajo cubierto por un trabajador. Por tanto, en el recuento de colocaciones puede aparecer un trabajador varias veces, tantas como puestos haya cubierto durante el periodo de que se trate. Las colocaciones de demandas activas se refieren a colocaciones de personas que figuraban inscritas como demandantes en las oficinas de los SPE hasta el momento de la colocación. Las colocaciones con oferta previa corresponden a contratos que han sido ofrecidos por un empresario a los SPE con resultado de colocación.

De estas definiciones queda claro que estas estadísticas tan solo se refieren a la intermediación que pasa por los SPE, por lo que todas las personas que no utilicen los servicios públicos en su búsqueda de empleo no estarán contabilizadas aquí. Por otro lado, como las empresas están obligadas a registrar todos los contratos en los SPE, es posible conocer el porcentaje de coloca-

ciones de demandas activas con oferta previa respecto de colocaciones de demandas activas. Como señalan Cueto y Suárez (2015), este porcentaje es un indicador aproximado de la participación de los SPE en la intermediación. El gráfico 3 muestra la evolución de dicho indicador desde 2007 a 2017. Al igual que en Cueto y Suárez (2015), este indicador muestra una participación bastante baja de los SPE en la intermediación, alrededor del 6,6% a lo largo del periodo considerado. La evolución, sin embargo, no ha sido uniforme. De unos valores entre 7,1 a 7,9% entre 2007 y 2010, se descendió hasta un 4,4% en 2012. A partir de ese momento ha habido un incremento con vaivenes que ha vuelto a superar ligeramente el 7% en 2017. Esta evolución muestra algo bastante contraintuitivo: parecería que la utilidad de los SPE debería ser mayor en las crisis, cuando lo que sucede es que en los peores momentos económicos (como 2012) la participación de los SPE en la intermediación alcanza mínimos y se recupera con la expansión económica.



Por lo que respecta al otro lado del mercado de trabajo, al de las empresas, la medición de las vacantes sigue siendo un tema pendiente. Desde hace tiempo, se ha señalado que los datos de vacantes son escasos, potencialmente afectados por multitud de sesgos y poco fiables (Pérez Infante, 2006). Las dos fuentes básicas que han venido usándose en España han sido los datos administrativos del SEPE (y, antes, del Instituto Nacional de Empleo, INEM) y la Encuesta de Coyuntura Laboral. Ambas distan de ser fuentes óptimas, sobre todo por un severo problema de infraestimación (Pérez Infante, 2006). La desaparición de esta encuesta en 2012 ha agravado esta situación, dejando como única fuente para la medición de las vacantes a la Estadística de Empleo que elabora el SEPE, que, al recoger solo las vacantes que las empresas ofrecen en los SPE, no mide de forma adecuada ni el volumen ni la evolución de las vacantes disponibles en la economía española. Estas carencias condicionan y limitan investigaciones sobre, por ejemplo, la curva de Beveridge, que al estudiar el desajuste en el mercado de trabajo a través de la tasa de paro y de vacantes exigen contar con una estimación de esta última (6).

Por lo que se refiere a la intermediación privada, hay dos momentos clave. El primero sucede en 1994, cuando se regulan las ETT, y el segundo en 2010, cuando se actualiza y amplía la regulación de las agencias de colocación privadas. Ambos cambios confluyen en la reforma laboral de 2012, que ha permitido que las ETT actúen, con autorización previa, como agencias de colocación. Hasta donde conozco, no existen datos administrativos publicados de la actividad de las agencias privadas de colocación. Fuentes de encuestas *ad-hoc* recientes (Alva y cols., 2017) muestran que el 1,3% de los desempleados busca a través de agencias privadas de colocación y un 6,3% a través de ETT. Si que contamos con datos administrativos de la actividad de las ETT, seguramente por la resistencia sindical que suscitó en su momento su regulación. El gráfico 4 muestra la evolución del porcentaje de contratos temporales gestionados por ETT en comparación con el total de contratos temporales (7). La penetración de las ETT ha estado alrededor del 15-16% hasta 2013. Considerando la alta tasa de temporalidad española (la segunda más alta de la Unión Europea, solo detrás de Polonia) y que más del 90% de los nuevos contratos de

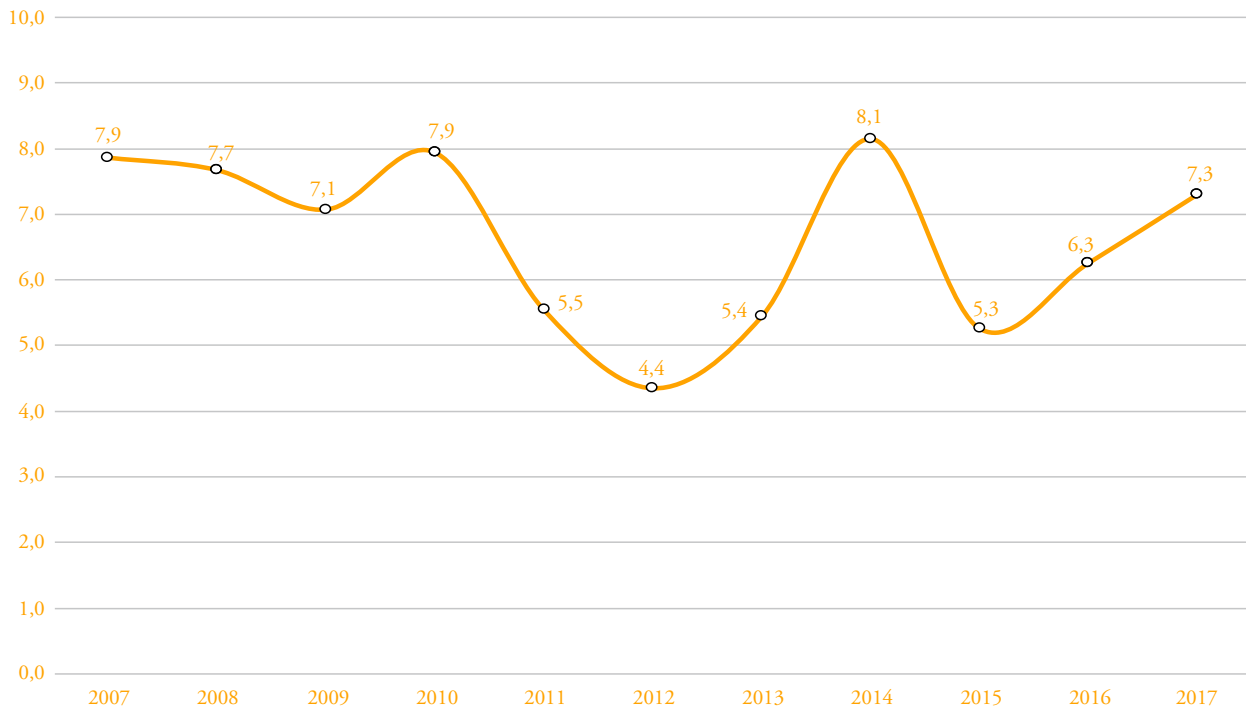
cada mes son temporales, esta tasa de penetración de las ETT es importante (Amuedo y cols., 2008).

En cuanto a la evolución temporal, desde 2002 fue creciendo hasta 2007 (cuando alcanzó el 16,5%), para caer después hasta 13,3% en 2009. A partir de este último año se ha producido un aumento sostenido que parece acelerarse a partir de 2014, de manera que en 2016 y en los meses disponibles de 2017 casi un quinto de todos los contratos temporales responde a la gestión de las ETT. Esta pauta temporal puede obedecer sencillamente a una pauta procíclica: en épocas de expansión hay más oportunidades de aparición de los empleos temporales que suelen gestionar las ETT (típicamente de menor duración), mientras que en las crisis esos empleos están entre los primeros que se eliminan. No obstante, el incremento que se aprecia a partir de 2014 también podría estar relacionado con el nuevo papel que las ETT pueden desempeñar como agencias de colocación, dado que ha sido a partir de 2014 cuando se ha puesto en marcha la colaboración mediante convenio de agencias de colocación privadas con los SPE. Esta posibilidad es algo que deberá analizarse cuando se cuente con información detallada sobre el volumen de dicha colaboración entre la intermediación pública y estos intermediadores privados desempeñando un rol de agencias de colocación.

En la intermediación profesional privada cabe mencionar el cambio que ha supuesto la difusión del acceso a Internet. No se trata de un fenómeno nuevo (Autor, 2001), pero el creciente uso de dispositivos móviles con acceso a Internet parece haber expandido la búsqueda de empleo a través de portales específicos de empleo. Alva y cols. (2017) muestran con datos de Madrid de 2013 que fueron los intermediarios más utilizados por los desempleados: un 35,2% de los parados había buscado a través de portales específicos de Internet y un 7% a través de redes profesionales en Internet (ambas opciones no son excluyentes). No obstante, aunque hay intermediarios que sólo realizan su actividad a través de Internet, todos los intermediarios formales han dado el paso de operar también a través de Internet, por lo que en gran medida ya no tiene mucho sentido distinguir la búsqueda a través de Internet como no la tiene distinguir la búsqueda, por ejemplo, haciendo solo llamadas por teléfono.

**Gráfico 3**

**Porcentaje de colocaciones de demandas activas con oferta previa en relación con el total de colocaciones de demandas activas**



Fuente: Cálculo propio a partir de la Estadística de Empleo, SEPE (varios años). En cada año se han tomado los datos de diciembre.

### 3.2. La intermediación informal

A pesar de la importancia en volumen y en gasto de la intermediación laboral profesional, los canales informales son y han sido los más utilizados por los desempleados para encontrar un empleo, tanto en otros países como en España (Requena, 1991: 100-108). El cuadro 2 muestra que mientras que entre el 51 y el 64% de los parados ha buscado empleo poniéndose en contacto con una oficina pública de empleo y alrededor del 30% con una oficina privada de empleo, entre el 71 y el 86% buscan a través de amigos, parientes o un sindicato. Por supuesto, estas opciones no son mutuamente excluyentes y lo normal es que los desempleados usen varias a la vez (por eso, los porcentajes de fila en el cuadro 2 suman más de cien). También las encuestas *ad-hoc* (como Alva y cols., 2017) muestran la gran importancia de buscar mediante familiares, amigos y otros contactos personales (un 33,2% de los desempleados) (8).

La evidencia también muestra que no se trata de un capricho de los individuos o simplemente de acudir al mecanismo de intermediación de más fácil acceso, sino que los métodos informales como la familia, los amigos o los contactos son, a la vez, los más eficaces para encontrar empleo, sobre todo frente a las oficinas públicas de empleo (Devine y Kiefer, 1991; Addison y Portugal, 2002; Weber y Mahringer, 2008). Incluso algunos resultados que encuentran una importante efectividad de la búsqueda de empleo a través de Internet, se explican por el uso de Internet para contactar con amigos y parientes, enviar currículos o rellenar solicitudes (Kuhn y Mansour, 2014).

### 4. Algunas ideas para el futuro inmediato

Para finalizar, el breve repaso realizado permite lanzar algunas ideas (sin ánimo exhaustivo) para mejorar la calidad de la intermediación laboral española en el futuro inmediato.

**Cuadro 2****Métodos de búsqueda de empleo de los desempleados en España**

(Porcentajes)

	Se ha puesto en contacto con una oficina pública de empleo	Se ha puesto en contacto con una oficina privada de empleo o se ha apuntado a una bolsa de trabajo	A través de amigos, parientes o un sindicato
2005	58,4	28,5	72,1
2006	52,5	28,3	71,8
2007	54,4	25,5	68,4
2008	52,9	25,6	75,5
2009	64,7	31,4	84,2
2010	64,2	29,8	86,3
2011	61,7	31,6	84,9
2012	59,6	30,9	86,0
2013	55,8	31,2	85,4
2014	52,7	29,0	84,6
2015	54,8	29,2	85,7
2016	51,1	28,1	83,1
2017	51,8	29,4	81,5

Nota: Los porcentajes no suman 100 en horizontal porque se trata de una pregunta de respuesta múltiple (el cuestionario incluye más respuestas que las incluidas en este cuadro).

Fuente: Encuesta de Población Activa, segundos trimestres (Instituto Nacional de Estadística).

1. La búsqueda y, por tanto, la intermediación, es doble: hay que atender al lado de los trabajadores y al lado de las empresas. De poco sirve intentar mejorar la búsqueda de los parados si, al mismo tiempo, no se piensa que intermediar significa gestionar vacantes de las empresas. Los servicios privados siempre han considerado a las empresas cuyas vacantes gestionan como clientes; no parece que suceda lo mismo en los servicios públicos de empleo. Este es un paso esencial hacia una mejora de la intermediación pública.

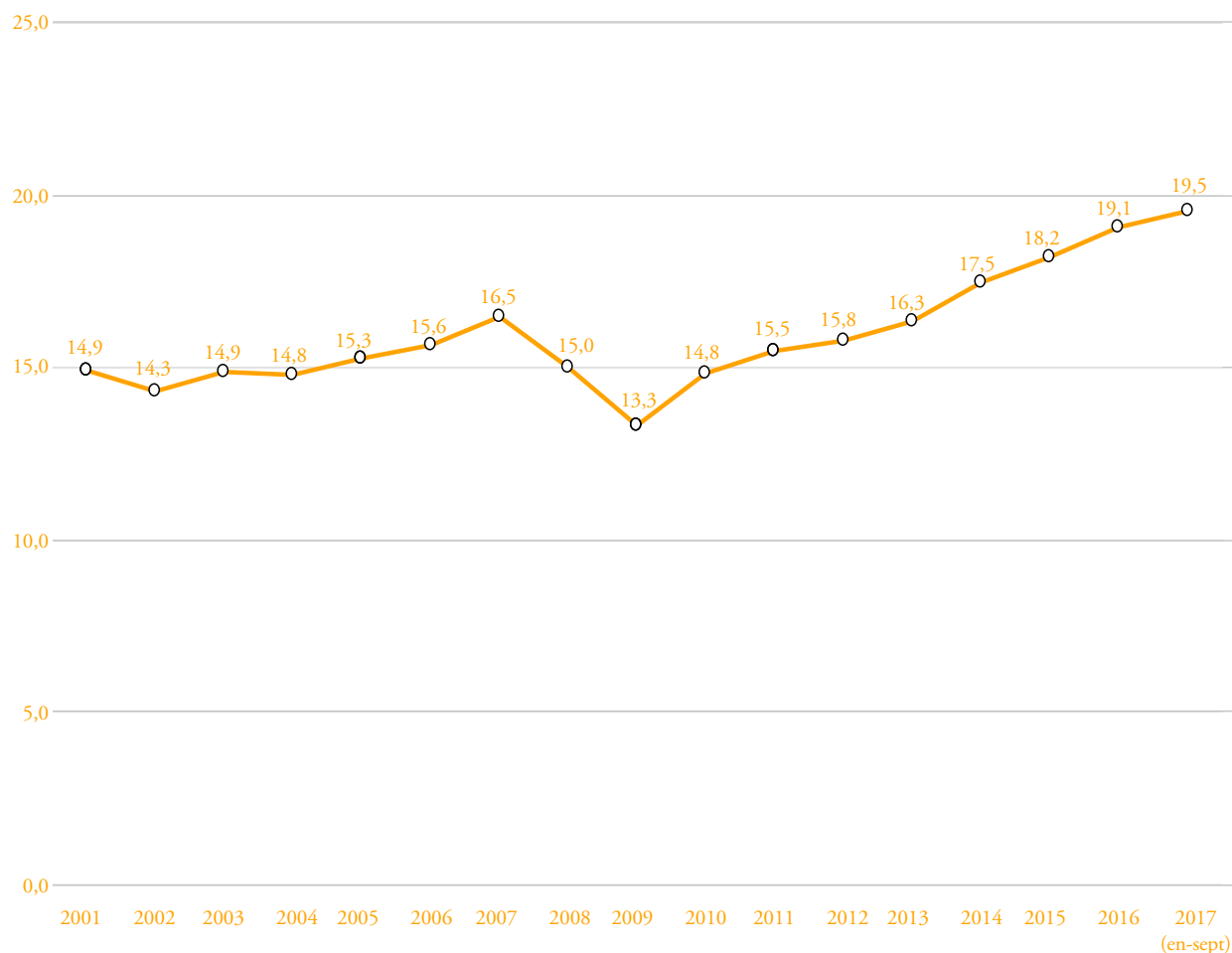
2. La interacción pública-privada parece que mejora la calidad de los servicios de intermediación, pero, a la vez, no todas las formas de interacción tienen por qué dar buenos resultados. Es necesario evaluar la efectivi-

dad de las colaboraciones que se vienen realizando en los últimos años.

3. Hace falta entender mejor la efectividad relativa en España de la intermediación formal e informal. Aunque los canales informales son los más utilizados y son eficaces, habría que conocer si realmente consiguen emparejamientos de calidad. Conocer el uso relativo que hacen las empresas de canales formales e informales también sería algo deseable para el futuro inmediato. También poder comparar la calidad de los emparejamientos de los servicios públicos y de las agencias privadas de colocación es importante para cualquier reforma de la intermediación pública.

**Gráfico 4**

**Porcentaje del flujo de contratos temporales gestionado a través de ETT en cada año (el dato de 2017 solo recoge datos hasta septiembre)**



*Fuente:* Cálculo propio a partir del Movimiento Laboral Registrado (SEPE) y Estadísticas de Empresas de Trabajo Temporal (Ministerio de Empleo).

4. Resulta urgente la mejora de los datos de vacantes de manera que sean homologables a los que se utilizan en el caso de otros países. En especial, debería contarse con una estadística de vacantes que cubriese a toda la economía (privada y pública).

**NOTAS**

- (1) Esta sección se basa parcialmente en los argumentos expuestos en Malo (2011).
- (2) Por supuesto, también las personas con empleo pueden buscar empleo y requerir servicios de intermediación de diferentes tipos. Este tipo de intermediación no es despreciable, pero no lo tendremos en cuenta aquí porque nos llevaría demasiado lejos de un análisis breve.
- (3) También es posible que la empresa busque cubrir un puesto de trabajo que está ocupado por alguien que desea sustituir por alguna razón y que, por tanto, no está vacante en el sentido en que habitualmente entendemos el concepto de vacante. Esto sería equivalente a la búsqueda de empleo por parte de los ocupados. Tampoco entraremos en esta cuestión por ser difícil de medir y más apropiada para un artículo más largo.
- (4) Aquí no se tratará el tema de la descentralización territorial de los SPE. Para ello, puede consultarse Cueto y Suárez (2015).
- (5) Último año disponible en las estadísticas internacionales de la OCDE. Todos los datos internacionales de este artículo proceden de OECD StatExtract (<http://stats.oecd.org/Index.aspx>).
- (6) Una de las correcciones más utilizadas es la propuesta por Antolín (1994), que muchas veces se sigue utilizando cuando se utilizan series anteriores a 2005. Un trabajo reciente que uti-

liza series largas y se enfrenta al problema de homogeneizar diferentes fuentes sobre vacantes es, por ejemplo, Boscá y cols. (2017), quienes elaboran una serie homogénea de la tasa de vacantes desde 1980 hasta 2016. Esta serie está disponible en [https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2017/09/Vacancy\\_and\\_unemployment\\_rates\\_REA\\_2017.xlsx](https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2017/09/Vacancy_and_unemployment_rates_REA_2017.xlsx)

- (7) Es importante advertir que este porcentaje no representa el *stock* de contratos temporales realizados a través de ETT, sino que se refiere a flujos: de todos los contratos temporales realizados a lo largo de un periodo cuántos son contratos realizados a través de una ETT.
- (8) Nótese que esta categoría no es la misma que en el cuadro 2 construido a partir de la Encuesta de Población Activa, pues incluye contactos y excluye a los sindicatos.

### BIBLIOGRAFÍA

- Addison, J. y Portugal, P. (2002), «Job search methods and outcomes», *Oxford Economic Papers*, 54, 505-533.
- Amuedo-Dorantes, C.; Malo, M. A. y Muñoz-Bullón, F. (2008), «The Role of Temporary Help Agency Employment on Temp-to-Perm Transitions», *Journal of Labor Research*, 29: 138-161.
- Antolín, P. (1994), «Unemployment flows and vacancies in Spain», Documento de trabajo del IVIE, WP-EC 94-05.
- Akerlof, G. (1970), «The Market for “Lemons”: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism», *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Alva, K.; Escot, L.; Fernández Cornejo, J. A.; Cáceres Ruiz, J. I. (2017), «Intermediarios del mercado de trabajo y eficacia de los métodos de búsqueda de empleo durante la crisis económica», Madrid, *Cuadernos de Relaciones Laborales*, 35(2), 415-442.
- Autor, D. (2001), «Wiring the labour market», *Journal of Economic Perspectives*, 15(1), 25-40.
- Autor, D. (2009), «The Economics of Labor Market Intermediation: An Analytic Framework», capítulo introductorio de D. Autor (ed.), *Studies of Labor Market Intermediation*, Chicago: University of Chicago Press.
- Boscá, J. E.; Doménech, R.; Ferri, J. y García, J. R. (2017), «Los desplazamientos de la curva de Beveridge en España y sus efectos macroeconómicos», BBVA Research, documento de trabajo 17/12. Enlace: <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/una-serie-homogenea-de-vacantes-la-curva-de-beveridge-en-espana-1980-2016/>.
- Cueto, B. y Suárez, P. (2015), «El papel de las políticas activas: una perspectiva desde las comunidades autónomas», *Ekonomiaz*, 87(1), 282-309.
- Devine, T. J. y Kiefer, N. M. (1991), *Empirical Labor Economics: The Search Approach*, Oxford University Press, Nueva York.
- Granovetter, M. (1973), «The Strength of Weak Ties», *American Journal of Sociology*, 78(6), 1360-1380.
- Kuhn, P. y Mansour, H. (2014), «Is Internet Job Search Still Effective?», *Economic Journal*, 124(581), 1213-1233.
- Holzner, C. y Watanabe, M. (2017), «Intermediation Services and Search Frictions», Tinbergen Institute Discussion Paper, TI 2017-042/VII. Enlace: <https://ssrn.com/abstract=2961168>.
- Lee, W. (2009), «Private Deception and the Rise of Public Employment Offices in the United States, 1890-1930», capítulo 5 en D. Autor (ed.), *Studies of Labor Market Intermediation*, Chicago, University of Chicago Press, págs. 155-181.
- Malo, M. A. (2011), «Intermediación Laboral y Análisis Económico», *Cuadernos del Mercado de Trabajo*, 6, 25-33.
- Pissarides, C. A. (2000), *Equilibrium Unemployment Theory*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Pérez Infante, J. I. (2006), *Las estadísticas del mercado de trabajo en España*, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Madrid.
- Requena, F. (1991), *Redes sociales y mercado de trabajo*, Centro de Investigaciones Sociológicas, Madrid.
- Zenou, Y. (2015), «A Dynamic Model of Weak and Strong Ties in the Labor Market», *Journal of Labor Economics*, 33(4), 891-932.

# DIGITALIZACIÓN Y DÉFICIT DE TALENTO: SU IMPACTO EN EL MERCADO LABORAL DESDE UNA PERSPECTIVA DE RECURSOS HUMANOS

**Valentín Bote Álvarez-Carrasco**

*Director de Randstad Research*

## RESUMEN

La progresiva digitalización y robotización de la actividad productiva ha creado cierta alarma sobre el impacto de dichos procesos en el mercado laboral, en el sentido de que pudieran provocar una destrucción neta de empleo. La investigación académica más reciente, aunque no es unánime sobre los efectos de ambos fenómenos, es mayoritaria en apoyar una visión contraria, según la cual el impacto sobre el empleo será positivo, tal y como ha sucedido en revoluciones industriales anteriores.

El impacto de estos fenómenos de digitalización y robotización –que son de carácter global– impone cambios en el mercado laboral, en términos de cualificación y recualificación de los trabajadores. Y en este sentido, la posición de España es peculiar. Todavía en 2017 la tasa de paro española sigue siendo muy elevada. Pero de manera simultánea se han empezado a dar síntomas en muchos sectores productivos de un problema de déficit de talento, como consecuencia, en gran medida, de ausencia de competencias técnicas necesarias, tanto en perfiles de alta cualificación (STEM) como de cualificación media.

## PALABRAS CLAVE

Digitalización, Robotización, Mercado laboral, Déficit de talento.

## 1. Introducción

Los fenómenos de la digitalización y la robotización, que ganan terreno de manera acelerada en entornos productivos en prácticamente todos los sectores de actividad, generan inquietud sobre el impacto que pueden tener en el mercado laboral. Con frecuencia los medios de comunicación difunden noticias, muchas veces alarmistas, que parten de la premisa de que tanto la digitalización como la robotización destruirán empleo en los años venideros –si es que no lo están haciendo ya– y se analizan y discuten soluciones –como puede ser el caso de los famosos impuestos a los robots o el establecimiento de cotizaciones sociales a los mismos– para afrontar esas supuestas consecuencias negativas.

Aunque en el ámbito académico existe cierta controversia y hay análisis más optimistas y más pesimistas, la historia enseña que hay muchos elementos comunes con revoluciones industriales pasadas, en las que no solo no se destruyó empleo, sino que fueron las

causantes de la etapa de la historia de la humanidad con mayor crecimiento de la riqueza, el bienestar y el empleo.

En el presente artículo se refleja un breve análisis de los debates más recientes, fundamentalmente del año 2017, sobre estas cuestiones, con un enfoque tanto académico como del mundo de los recursos humanos.

## 2. Digitalización y robotización

En el ámbito de las tendencias del mercado laboral, uno de los debates que más presente ha estado en 2017 es el relativo al impacto que la digitalización y la robotización está teniendo en el empleo, no solo en el pasado reciente, sino también en un futuro que viene marcado por una intensificación de la presencia de la tecnología y los robots en los procesos productivos.

### 2.1. *Revoluciones industriales, bienestar y empleo*

Es bien conocido que las distintas revoluciones industriales, desde finales del siglo XVIII, a través de la aparición de tecnologías disruptivas, generaron enormes ganancias de eficiencia en los sectores adoptantes de dichas tecnologías, lo que permitió abaratar sus producciones y universalizar el consumo de sus productos, con efectos indirectos positivos en otros sectores e incrementos de la renta, riqueza, empleo y bienestar de las sociedades que se beneficiaron de dichas revoluciones.

El progreso económico experimentado por España desde mediados del siglo XIX también deja fuera de toda duda el hecho de que las diferentes revoluciones industriales han mejorado el bienestar y el empleo

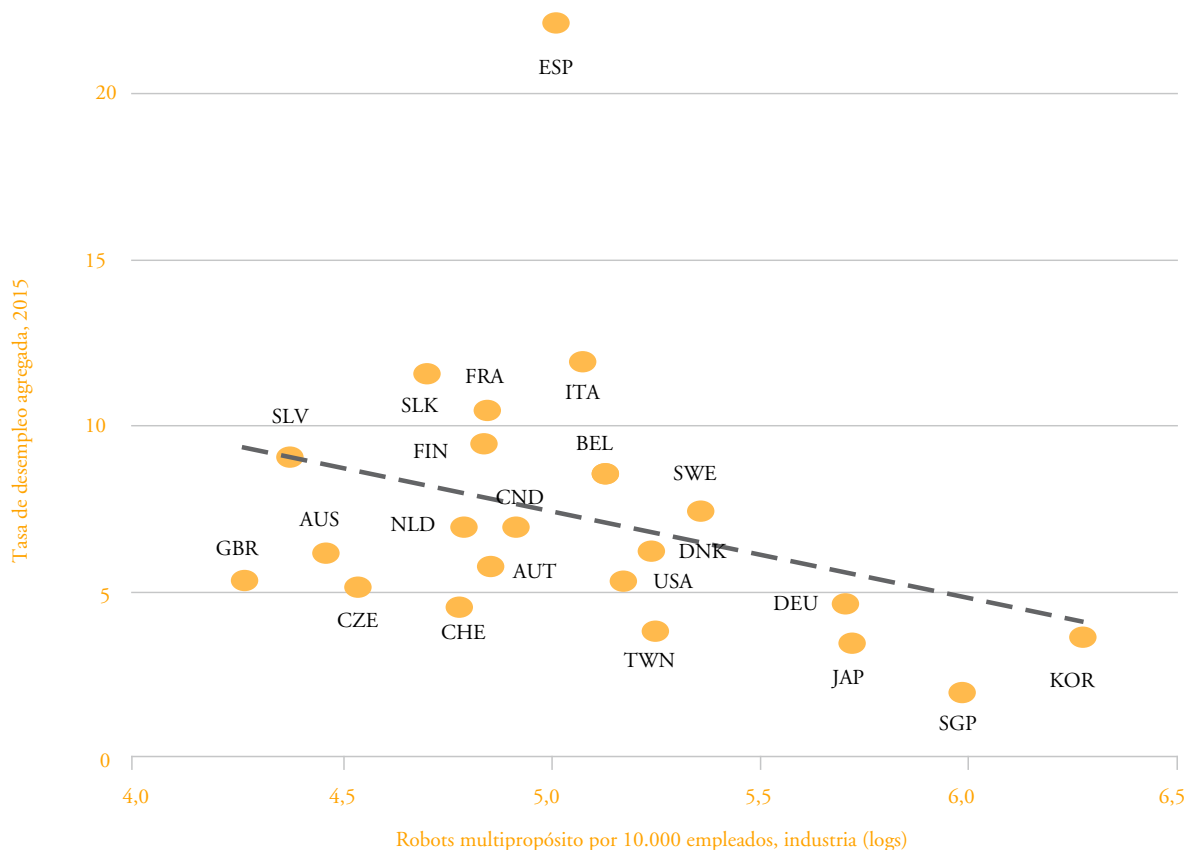
en nuestro país. En un reciente trabajo sobre el crecimiento económico en España desde 1850, Prados de la Escosura (2017), se puede comprobar que desde dicha fecha hasta la actualidad el PIB per cápita en España se ha multiplicado por 15, mientras que el número de horas de trabajo por persona se ha reducido desde unas 2.800 horas/año a mediados del siglo XIX hasta algo menos de 1.900 a principios del presente siglo.

### 2.2. *Algunas aportaciones recientes*

Si el impacto de las anteriores revoluciones industriales sobre el bienestar y el empleo es tan inequívoco, ¿por qué en la actualidad existe este debate en torno a la nueva revolución que la digitalización

### Gráfico 1

**Robots en la industria y tasa de desempleo en los 22 países más automatizados (2015)**



Fuente: BBVA Research (2017).

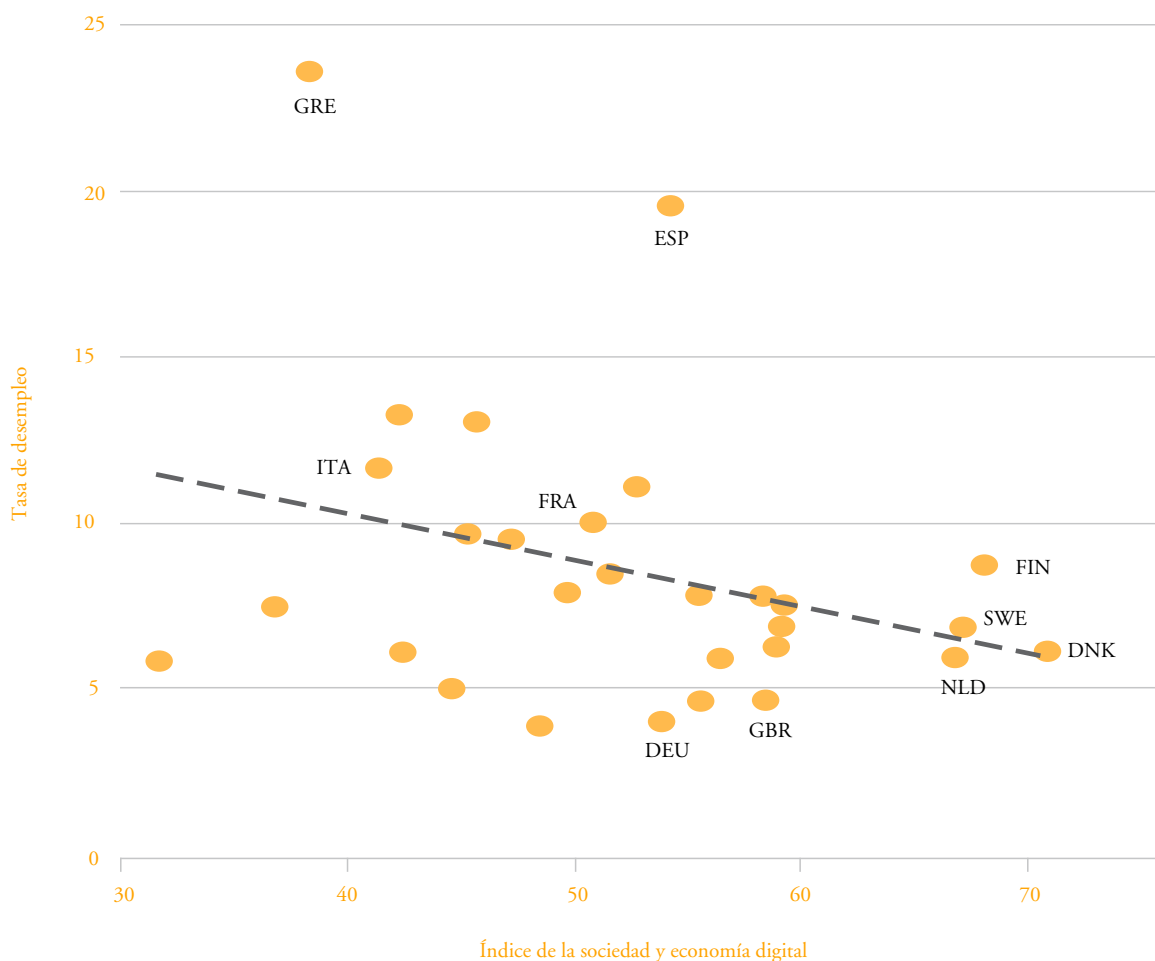
y la robotización están generando en la economía y la sociedad? Probablemente las razones son múltiples.

Para empezar, es algo que está sucediendo ahora, y que, por tanto, nos afecta a todos. Es humano hablar de ello porque, pese a los potenciales efectos positivos en el futuro, este siempre viene cargado de incertidumbre. Además, se intentan buscar elementos diferenciales respecto a las revoluciones anteriores, como puede ser la velocidad de cambio que la nueva revolución (digitalización, robotización) impone en los procesos productivos y en la sociedad.

Pero no deja de ser sorprendente la misma existencia del debate si, además del conocimiento que se tiene sobre el impacto de anteriores revoluciones, se toma como punto de partida del análisis actual la información reflejada en los gráficos 1 y 2.

El primero de ellos pone de manifiesto que los países más avanzados en materia de automatización no se caracterizan por contar con tasas de paro más elevadas, sino que la correlación es justamente la contraria. La mayor intensidad en el uso de robots genera externalidades positivas y facilita el surgimiento de oportunidades para el desarrollo de nuevas actividades que contribuyen a la creación neta de empleo.

**Gráfico 2**  
**Digitalización y tasa de desempleo en Europa**  
(2016)



Fuente: BBVA Research (2017).



Asimismo, los países que cuentan con una mayor penetración de las tecnologías digitales también se caracterizan en la actualidad por contar con menores tasas de desempleo, como el gráfico 2 pone de manifiesto. La correlación vuelve a ser negativa, por lo que no resulta sencillo argumentar en contra de los efectos positivos de la digitalización y la robotización en los mercados de trabajo desarrollados.

Aun así, existen visiones pesimistas sobre el impacto de la robotización en el empleo, como puede ser el caso del reciente trabajo de Acemoglu y Restrepo (2017), en el que dichos autores estiman que, en el periodo que transcurre entre 1990 y 2007, los impactos en la tasa de empleo y en los salarios son unas reducciones de entre 0,18 y 0,34%, en el caso de la tasa de empleo, y entre 0,25 y 0,5% en el caso de los salarios como consecuencia del aumento de un robot por cada 100.000 trabajadores.

Pero la muestra palpable de que en el ámbito académico no hay una visión unánime sobre el impacto de la robotización sobre el empleo es que otros artículos, también muy recientes, apuntan precisamente en sentido contrario. Así, el trabajo de Gregory, Salomons y Zierahn (2016), que centra su análisis en el contexto europeo, pone de manifiesto unos resultados totalmente contrarios. Se estima que del crecimiento total del empleo neto en Europa en el periodo 1999-2010, cifrado en 23 millones de empleos, un total de 11,6 millones –la mitad del total– viene explicado por el proceso de cambio tecnológico que ha afectado a las tareas más rutinarias de los procesos productivos. Y, de hecho, se pone también de manifiesto que no se ha producido un reemplazo de factor trabajo por capital.

Otra muy reciente investigación académica, desarrollada por Graetz y Michaels (2017), ha medido el impacto de la robotización en aspectos como la productividad del trabajo y los precios de los productos afectados, además del efecto sobre el empleo. Entre los principales resultados destaca el hecho de que en el periodo comprendido entre 1993 y 2007 el fenómeno de la robotización creciente ha incrementado la productividad del factor trabajo a un ritmo de un 0,37% al año, mientras que los precios de los productos se han

reducido como consecuencia de las ganancias de eficiencia. Asimismo, tampoco se ha medido un impacto negativo sobre el empleo total.

### 2.3. Oportunidades laborales futuras y el reto de la cualificación

Aunque se asuma una visión optimista sobre el impacto de la digitalización y la robotización en los niveles de empleo en los próximos años, lo cierto es que, al igual que en revoluciones de siglos pasados, surgirán ganadores y perdedores. Determinados perfiles de trabajadores verán cómo sus especialidades son más demandadas que en el pasado y, por el contrario, otros tendrán más difícil su acceso o su permanencia en el mercado laboral.

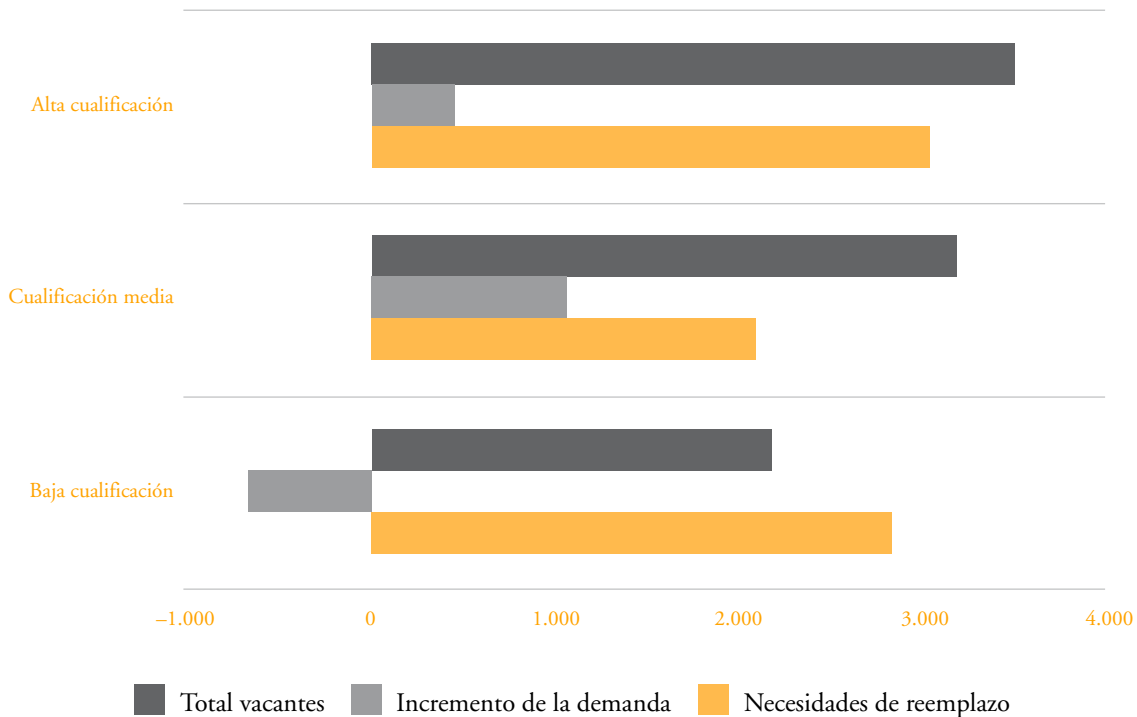
En sus proyecciones de empleo para España hasta 2025, Cedefop plantea que mientras que los trabajadores con cualificación alta y media contarán con nuevas oportunidades laborales tanto por un proceso de crecimiento de la demanda como fruto de la necesidad de reemplazar trabajadores que dejan el mercado (jubilaciones, etc.), en el caso de los trabajadores de baja cualificación la única fuente de oportunidades laborales será esta última, ya que no se espera un incremento de las oportunidades laborales de aquí a 2025 fruto del crecimiento económico y la expansión de la demanda. De hecho, como se aprecia en el gráfico 3, para los trabajadores menos cualificados se espera un impacto negativo, debido al efecto que la robotización y la digitalización puede tener en sus ámbitos de actividad.

De acuerdo con el análisis de Cedefop, tanto en España como en el resto de países desarrollados, los trabajadores con alta cualificación son los que contarán con un mayor número de oportunidades laborales en la próxima década. Pero ¿qué podemos entender por alta cualificación? No se trata, simplemente, de trabajadores que cuentan con formación universitaria, puesto que las oportunidades laborales son radicalmente diferentes en función de las diversas titulaciones.

En general, numerosos estudios han destacado los perfiles STEM (*Science, Technology, Engineering & Mathematics*) como los que cuentan con un futuro más

**Gráfico 3****Oportunidades laborales totales, por cualificación, 2013-2025, en España**

(Datos en miles de personas)



Fuente: CEDEFOP (2015a).

prometedor. Y la realidad, en términos de demanda laboral de dichos perfiles, lo confirma, con crecimientos interanuales en la demanda de los mismos de dos dígitos en los últimos años. Pero es sorprendente cómo en una sociedad que se supone cada vez más permeable a las nuevas tecnologías digitales, como puede ser la española, el peso de los alumnos matriculados en universidades españolas en disciplinas STEM esté disminuyendo en la última década.

Y lo que es más preocupante: dicho descenso no se produce solo en términos absolutos (menos alumnos matriculados cada año en dichas disciplinas, desde el máximo alcanzado en 2010) sino también relativo (cae de manera sistemática la proporción de alumnos matriculados en disciplinas STEM respecto al total de matriculados en las universidades españolas, desde casi un 30% en el curso 2008/09 hasta algo menos de un 25,5% en el curso 2016/17), como se pone de manifiesto en el gráfico 4.

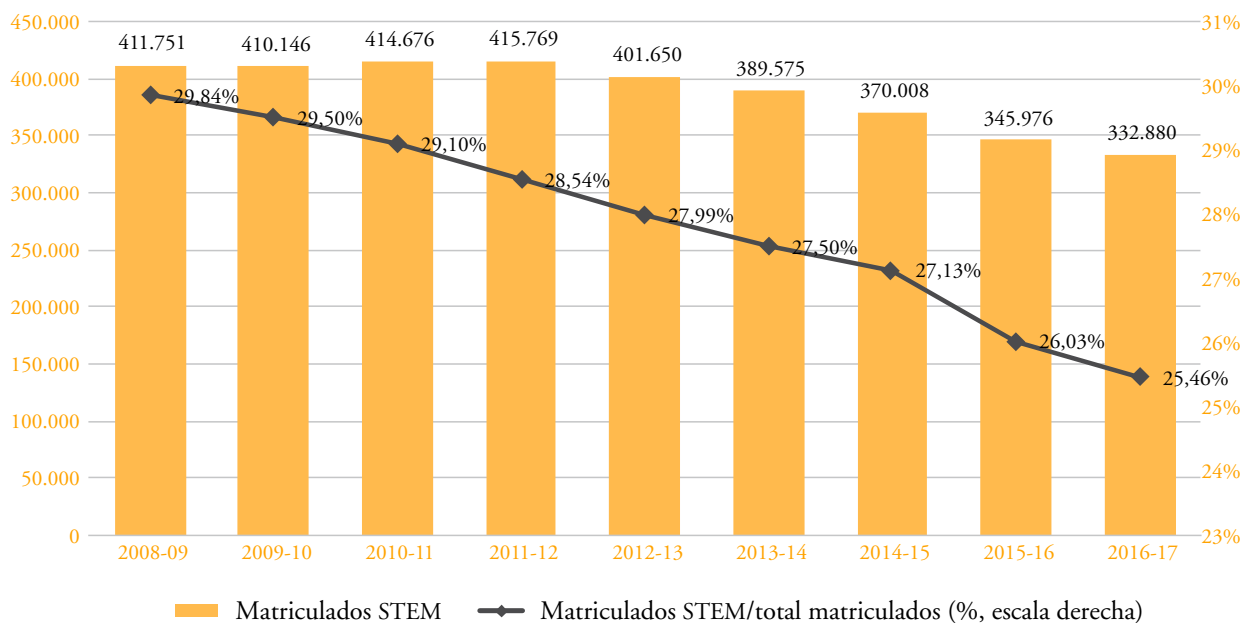
El descenso en la matrícula de alumnos STEM en las universidades españolas tiene como consecuencia que la evolución de los titulados en dichas disciplinas en los próximos años en España vaya a ser necesariamente decreciente, como se aprecia en el gráfico 5.

Mientras que en 2017 el número de titulados en las diferentes disciplinas englobadas en el acrónimo rondan los 69.000, en cinco años los titulados descenderán hasta los 55.500 en 2022, lo que supone una reducción anual en el número de titulados STEM de un 4,3% en cada uno de los próximos cinco años.

La consecuencia inmediata de la tendencia futura descrita es que en los próximos años en España será más complicado que en la actualidad cubrir las vacantes que surjan de perfiles de alta cualificación. Se agravará el problema que, en lenguaje de recursos humanos, se denomina déficit de talento.

**Gráfico 4**

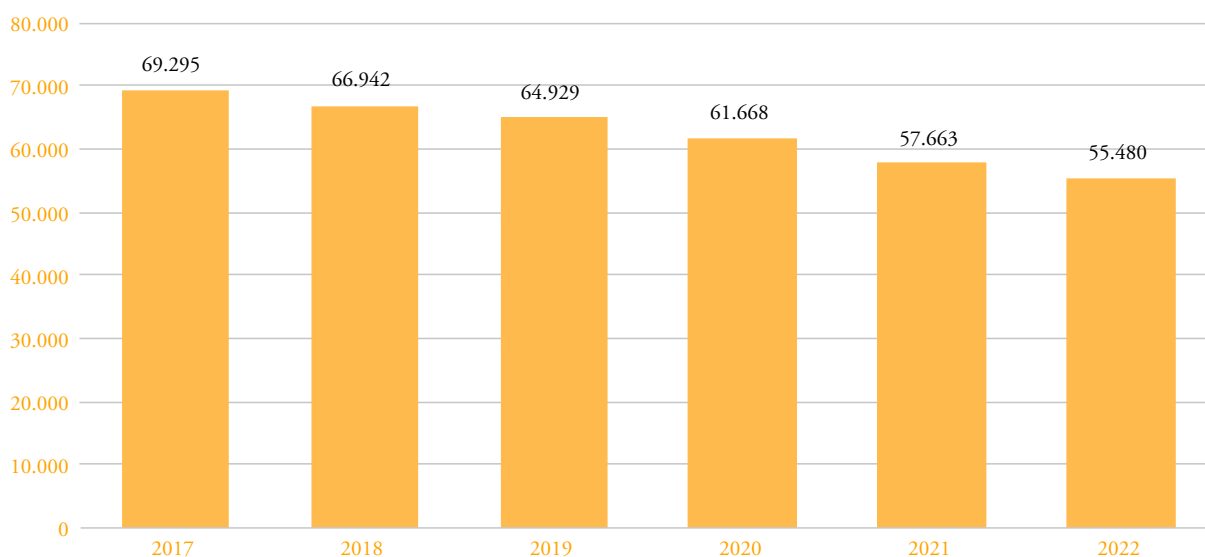
**Alumnos matriculados en disciplinas STEM en universidades españolas**



Fuente: Randstad Research (2017).

**Gráfico 5**

**Previsión de egresados en disciplinas STEM en universidades españolas**



Fuente: Randstad Research (2017).

**3. Déficit de talento**

La grave crisis económica y de empleo que atravesó España entre 2008 y 2013, de la que todavía nos estamos recuperando, provocó, entre otras consecuen-

cias, un crecimiento del desempleo hasta un máximo histórico cercano al 27% en el primer trimestre de 2013. La enorme bolsa de trabajadores en paro sirvió, en los primeros años de la recuperación tras

la crisis, para enmascarar el problema del déficit de talento.

La disponibilidad de trabajadores para cubrir una nueva vacante era tan elevada que España se situaba en 2013 como uno de los países europeos en los que menos dificultades tenían las empresas para encontrar un trabajador adecuado para cubrirla, como se aprecia en el gráfico 6. En dicho año solo el 25% de las empresas españolas manifestaba tener dificultades para cubrir vacantes con trabajadores con las competencias requeridas, mientras que en los países bálticos o en Austria la proporción superaba el 60% y la media europea se situaba en el entorno del 40%.

Es interesante reseñar que el estudio de Cedefop (2015b) pone de manifiesto que no siempre la causa de que las empresas no encuentren a trabajadores con las competencias adecuadas para cubrir sus vacantes se debe a un problema de déficit de talento.

De hecho, en el estudio se señala que entre la mitad y los dos tercios (dependiendo del país analizado) de las empresas con dificultades para encontrar trabajadores adecuados para cubrir sus vacantes afronta dichas dificultades por razones distintas al déficit de talento. Las

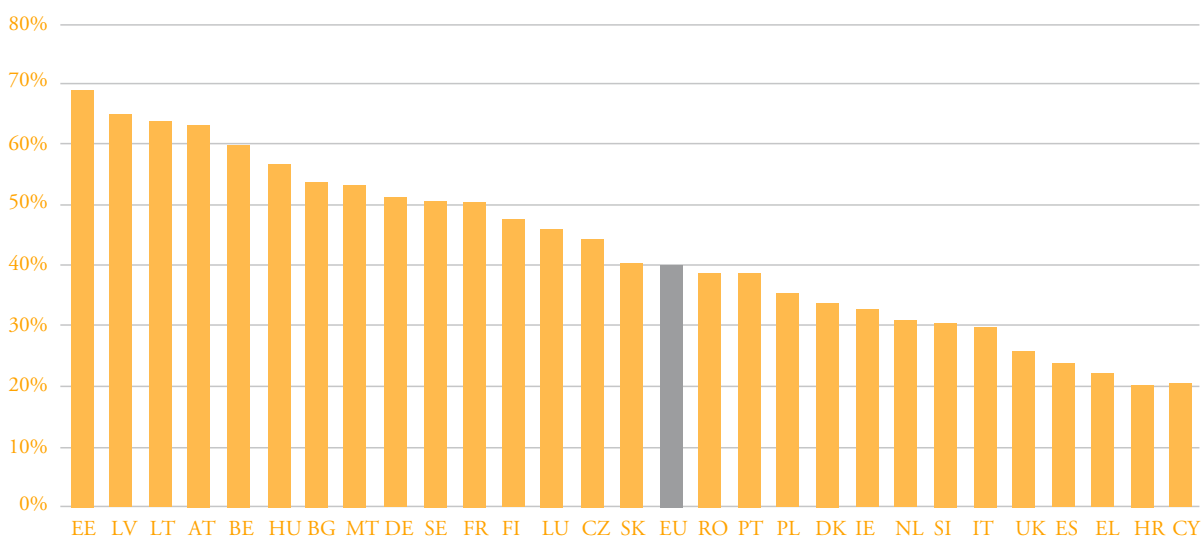
dos causas alternativas más importantes son una mala oferta laboral –por debajo de las condiciones de mercado– o una dirección de la empresa no comprometida con la gestión del talento en sus organizaciones. La lectura complementaria de estos datos es que el resto de empresas con dificultades (entre la mitad y un tercio de ellas, según el país) sí que se estaban enfrentando en Europa a un problema genuino de déficit de talento en 2013.

La situación en 2017 ha cambiado significativamente. El problema del déficit de talento en España se ha agudizado y ya supone una restricción real al crecimiento en determinados sectores de la economía nacional. Se produce la paradoja de que una elevada proporción de empresas españolas tiene dificultades para cubrir sus vacantes con trabajadores con las competencias adecuadas al mismo tiempo que todavía el mercado laboral cuenta con una tasa de paro muy elevada (el 16,38% al cierre de este artículo, correspondiente al tercer trimestre de 2017).

Esta paradoja, que se explica por la existencia de un desajuste entre las competencias de los trabajadores candidatos para cubrir las vacantes existentes –muchos de

### Gráfico 6

Proporción de empresas con dificultades para encontrar trabajadores con las competencias requeridas (2013)



Fuente: CEDEFOP (2015b).

ellos en situación de desempleo— y los requerimientos competenciales de las vacantes, ha sido analizada en un reciente estudio (Randstad Research, 2018), realizado a partir de una encuesta a 724 empresas (de las que el 39,3% eran grandes empresas, de más de 250 empleados) y 3.257 trabajadores en España. En el mismo se ponen de manifiesto una serie de resultados que indican que en la actualidad la dificultad para encontrar trabajadores con las competencias adecuadas se ha elevado de manera notable entre las empresas españolas:

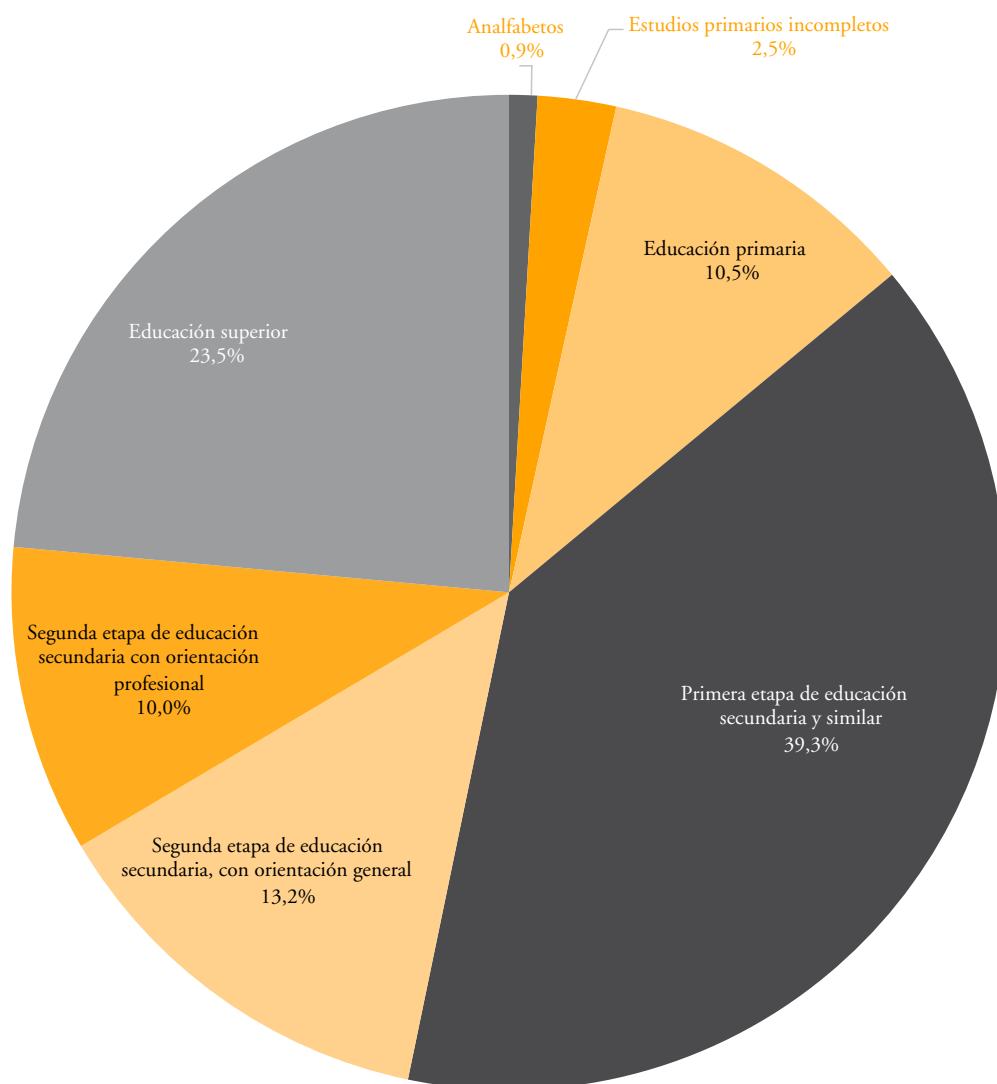
– En el momento de realizar el trabajo de campo, el 65,6% de las empresas contaban con posiciones vacantes, pendientes de ser cubiertas, de las que aproximadamente dos tercios eran calificadas como de difícil cobertura.

– De hecho, el 55,0% de las empresas españolas encuestadas manifiestan tener dificultades en 2017 a la hora de encontrar candidatos con las competencias adecuadas, un problema que, además, no se está limi-

### Gráfico 7

#### Parados por nivel de formación alcanzado

(2017T3)



Fuente: INE (EPA 2017T3).

tando a perfiles de alta cualificación, sino que también se produce en perfiles de formación profesional, tanto de grado medio como de superior.

– La escasez de talento se localiza tanto entre los empleados altamente cualificados (especialmente pronunciado en los sectores de Informática/Software e Ingeniería), como de formación profesional (especialmente en los sectores de Industria manufacturera, Distribución y Transporte/Logística).

– El 70,3% de las empresas que cuenta con vacantes pendientes de cubrir señala que la dificultad de su cobertura se debe a no ser capaces de encontrar candidatos con las competencias relevantes. Y el tipo de competencias que se echa en falta en los candidatos son de muy diferente naturaleza: por una parte, destacan debilidades en cuanto a las competencias de tipo técnico, a las que se unen otras competencias específicas, que en muchos casos están relacionadas con el deficiente conocimiento de lenguas extranjeras, sobre todo el inglés.

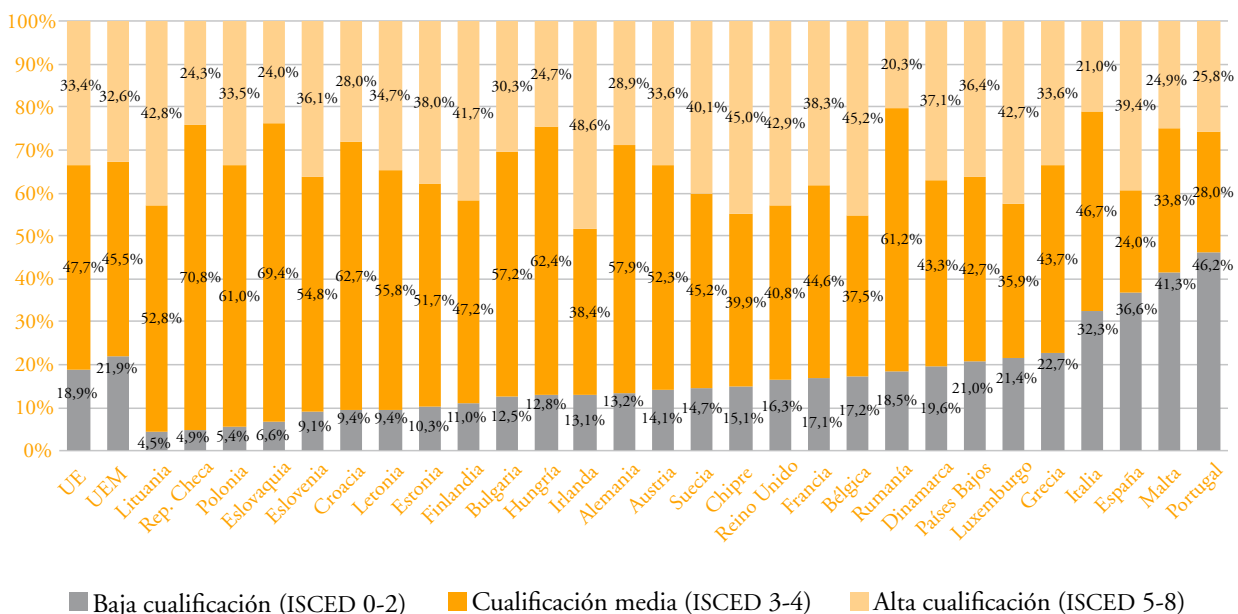
– De manera más concreta, el 49,8% de las empresas que en el estudio tienen dificultades para encontrar

candidatos adecuados están insatisfechas con los conocimientos técnicos de los trabajadores. Asimismo, solo el 14,0% de los 3.257 trabajadores participantes manifestaron contar con un nivel elevado de inglés.

– No obstante, es relevante destacar que, al igual que en el estudio de Cedefop, se ha medido la proporción de empresas que tienen problemas para encontrar trabajadores por tener unas condiciones laborales (fundamentalmente salariales) poco competitivas, situación que afecta al 39,1% de las empresas que experimentan dificultades para encontrar candidatos adecuados para sus vacantes.

Un aspecto que llama poderosamente la atención cuando se analiza el problema del déficit de talento en España es que no solo afecta a perfiles de alta cualificación, pese a que todavía el nivel de desempleo es muy elevado. El problema se explica por el hecho de que el perfil competencial de los desempleados en España no se adapta a las necesidades de los puestos ofertados por muchos sectores que en estos años están contratando de manera estable en volúmenes elevados.

**Gráfico 8**  
**Distribución de la población activa en la UE, en función de su grado de cualificación (2017T3)**



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat

El gráfico 7 ofrece un reflejo parcial del problema mencionado: de los 3,73 millones de parados existentes en España en el tercer trimestre de 2017 solo un tercio de los mismos, 1,25 millones, cuentan con estudios o bien de carácter universitario o de formación profesional, que corresponden al tipo de formaciones que mejor cualifican a un individuo para el desarrollo de una profesión. Una de las consecuencias que se derivan, por tanto, es que aquellos desempleados con menor nivel formativo se enfrentan a graves dificultades para abandonar la situación de desempleo en un contexto de exigencias competenciales cada vez mayores en los puestos vacantes en España.

Otro de los aspectos que explican la existencia de déficit de talento en perfiles de cualificación media se observa en el gráfico 8, en el que la estructura de la población activa en función de su nivel de cualificación aparece representada para los países de la Unión Europea.

Como se puede comprobar, la estructura española es singular en Europa, al ser el país en el que el segmento de cualificación media es el más reducido –con apenas un 24,0% del total de población activa–, mientras que la media europea se sitúa muy próxima al 50% y en muchos países ronda el 60%, como puede ser el caso de Alemania (57,9%), o la República Checa (70,8%), país este último con la menor tasa de paro en la UE.

De la comparación internacional también se deduce que, además de la notable escasez de trabajadores con perfil de formación profesional en España, se añade la

muy elevada proporción de trabajadores en activo con un nivel bajo de cualificación (el 36,6% del total de activos en España), lo que nos sitúa como el tercer país de la UE con la proporción más alta de trabajadores no cualificados, solo por detrás de Malta y Portugal, un problema que tensiona aún más el mercado laboral en un contexto de progresiva tecnificación y digitalización creciente.

### BIBLIOGRAFÍA

- Acemoglu, D. y Restrepo, P. (2017), «Robots and Jobs: Evidence from U.S. Labor Market», *NBER Working Paper* núm. 23285.
- CEDEFOP (2015a), *Skills forecast country report*, España.
- CEDEFOP (2015b), *Skill shortages and gaps in European enterprises: striking a balance between vocational education and training and the labour market* Luxemburgo: Publications Office. Cedefop reference series, no 102. <http://dx.doi.org/10.2801/042499>.
- Doménech, R.; García, J. R.; Montáñez, M. y Neut, A. (2017), *El impacto del cambio tecnológico y el futuro del empleo*, BBVA Research.
- Graetz, G. y Michaels, G. (2017), «Robots at Work», *Working Paper*.
- Gregory, T.; Salomons, A. y Zierahn, U. (2016), «Racing With or Against the Machine? Evidence from Europe», *ZEW Discussion Paper* núm. 16-053.
- Prados de la Escosura, L. (2017), *Spanish Economic Growth, 1850-2015*, Londres: Palgrave.
- Randstad Research (2016), *La digitalización ¿crea o destruye empleos?*, <https://research.randstad.es/laboral/analisis/la-digitalizacion-crea-o-destruye-empleos/>.
- Randstad Research (2018), *Déficit de talento y desajuste de competencias*.

# COMPORTAMIENTO DEL DESEMPLEO CÍCLICO Y ESTRUCTURAL EN ESPAÑA: UN ANÁLISIS A TRAVÉS DE LA CURVA DE BEVERIDGE

**Ana Cristina Mingorance-Arnaiz**

*Universidad CEU San Pablo*

**Rafael Pampillón Olmedo**

*Universidad CEU San Pablo e IE Business School*

## RESUMEN

La crisis económica española ha generado enormes estragos en el mercado de trabajo español. Elevados niveles de desempleo que tienen causas coyunturales (insuficiencia de demanda agregada) y también estructurales. Saber si el desempleo que asola a España tiene un carácter estructural o cíclico es uno de los principales objetivos de este trabajo. Para ello se recurre a la curva de Beveridge, cuya posición y desplazamientos nos permitirán dar respuesta a esta pregunta, así como si la recuperación que se está viviendo desde 2014 se está trasladando al mercado de trabajo.

El artículo se divide en cuatro partes. La primera se adentra en el comportamiento de la curva de Beveridge, así como en los desplazamientos a los que la misma se ha visto sometida antes, durante y después de la crisis. La segunda parte estudia los factores que pueden explicar el fuerte desempleo estructural que sufre la economía española, dedicando la tercera a comprender las principales consecuencias que, en términos de inestabilidad laboral, genera la escasa flexibilidad del mercado de trabajo. El artículo se cierra con unas conclusiones y algunas recomendaciones de política económica.

## PALABRAS CLAVE

Curva de Beveridge, Desempleo cíclico, Desempleo estructural, Rigidez del mercado de trabajo.

## 1. Explicación del desempleo estructural y cíclico a través de la curva de Beveridge

Aunque el paro cíclico y estructural conviven en la economía española, recientemente se ha avivado el debate sobre qué parte del incremento del desempleo, fruto de la crisis, se debe a insuficiencia de demanda agregada (paro cíclico o keynesiano) y cuánto proviene de las rigideces del mercado laboral y, en general, de los problemas relacionados con la oferta productiva (paro estructural).

La curva de Beveridge muestra las combinaciones existentes entre el volumen de parados y de vacantes (puestos de trabajo sin ocupar), y nos permite conocer lo que ocurre con el desempleo de los países, tanto desde una óptica coyuntural como estructural (1). Por ello se han multiplicado los trabajos que analizan la posi-

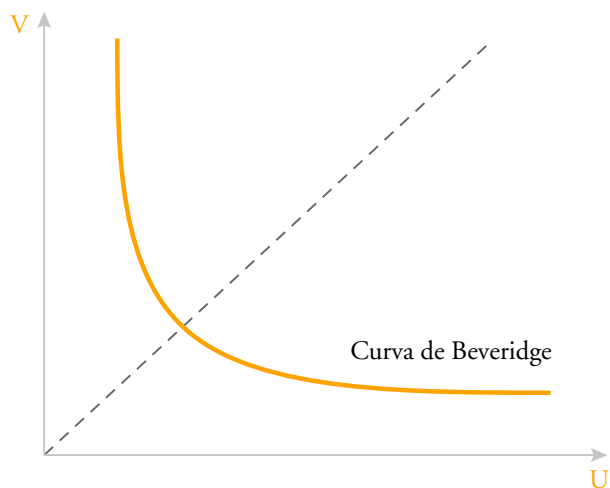
ción de la curva de Beveridge, antes, durante y después de la crisis económica.

### 1.1. Marco teórico de la curva de Beveridge

Como ya se ha señalado, la curva de Beveridge muestra la relación entre el volumen de parados y de vacantes (2). Cuando en el mercado de trabajo se incrementan las vacantes ( $V$ ), aumentan las posibilidades de un emparejamiento entre la vacante y la persona desempleada, reduciéndose el volumen de paro ( $U$ ). Se desprende así una relación negativa entre el número de vacantes y el volumen de paro (véase gráfico 1). Además, la curva tiende a ser asintótica a ambos ejes pues, aun, habiendo muchas vacantes sin cubrir, siempre va a haber un cierto volumen de desempleo (paro friccional), y, al revés, aunque



**Gráfico 1**  
**Representación gráfica**  
**de la curva de Beveridge**



Fuente: Bellani y cols. (2002).

haya mucho desempleo siempre habrá vacantes sin cubrir.

El paro keynesiano se produce porque durante las fases contractivas del ciclo económico las empresas no demandan trabajo, como consecuencia hay mucho desempleo y no hay vacantes.

En cambio, cuando el paro es estructural puede haber muchas vacantes sin cubrir a la vez que existe un elevado número de parados. Las razones de la existencia de este tipo de paro son múltiples: 1) la deficiente información sobre los puestos de trabajo vacantes (lo que sería el paro friccional); 2) la inadecuación de la cualificación de la mano de obra a las necesidades de las empresas; 3) la escasa predisposición de la mano de obra a la movilidad funcional y geográfica; y 4) cierta regulación del mercado laboral que genera dificultades para que trabajadores y empresas puedan llegar a firmar un contrato de trabajo.

¿Cómo deslindar el paro cíclico y estructural? El paro estructural vendrá reflejado por la situación de la curva de Beveridge en el eje de coordenadas. Una curva más alejada del origen implicaría un mayor paro estructural, es decir, para un mismo nivel de desempleo habrá

más vacantes pendientes de cubrir resultando el ajuste laboral más complicado (3).

En cambio, los movimientos a lo largo de una curva muestran la existencia de un mayor o menor nivel de paro cíclico. Dentro de una misma curva, los puntos que estén más cerca del eje de abscisas mostrarán más paro cíclico, y los que estén más cerca del eje de ordenadas implican la existencia de un menor paro cíclico.

### 1.2. *La curva de Beveridge en España, antes, durante y después de la crisis*

Para construir la curva de Beveridge de un país se requiere de una serie lo suficientemente larga de datos de paro así como de una de vacantes (4).

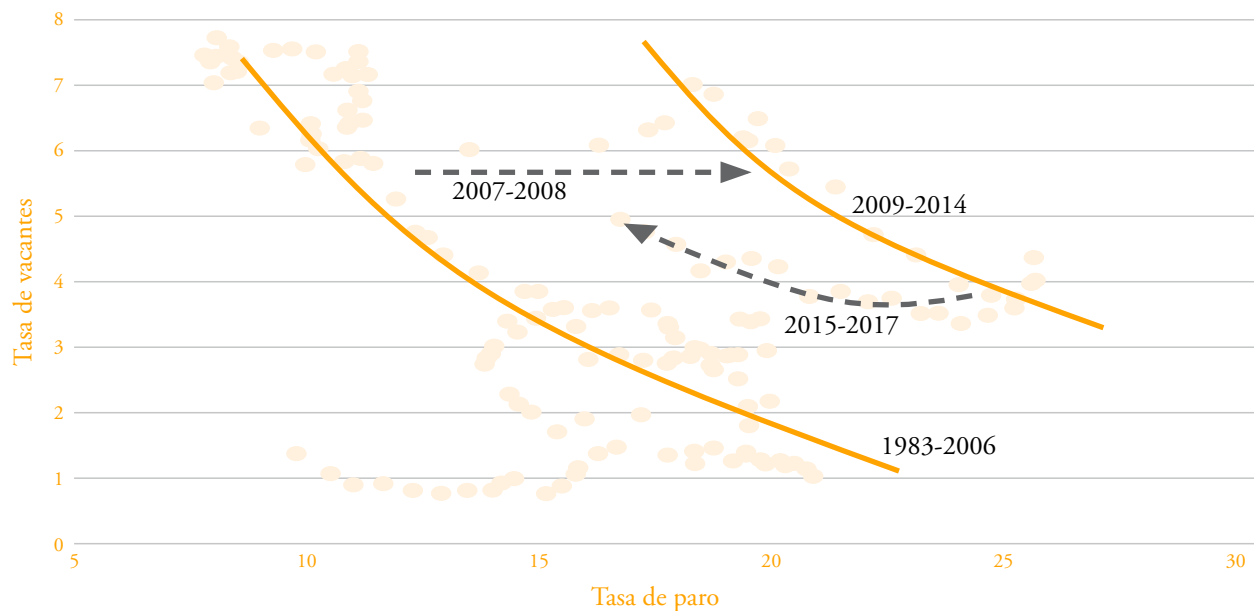
La relación entre la tasa de paro y la tasa de vacantes, extendidas hasta el tercer trimestre de 2017 con datos de Eurostat, se muestra en el gráfico 2 (5). De él se desprende que a lo largo del periodo 1980-2017 la economía española ha sufrido elevadas fluctuaciones del ciclo económico, así como cambios estructurales. Se observan claramente dos curvas de Beveridge, una primera que corresponde al periodo 1983-2006, próxima al origen, y otra más alejada que corresponde al periodo 2009-2014. Este desplazamiento tiene su origen en la pérdida de eficiencia del mercado de trabajo que aumenta el paro estructural: aumentan las tasas de paro y la de vacantes al mismo tiempo (6).

En el gráfico 2 se observa que a partir de 2014 hay una recuperación del mercado laboral, con un desplazamiento de la curva de Beveridge hacia la izquierda. Los motivos de este ajuste estructural no son otros que la reforma laboral de 2012 que dotó de flexibilidad al mercado de trabajo (véase Doménech y cols., 2016). Pero también, y como se menciona en Bosca y cols. (2017), a la caída de los precios de la energía, la reforma del sistema financiero y la llegada de capital extranjero, entre otros.

Además, se observan, a lo largo de la curva, grandes movimientos que permiten concluir la fuerte variación del desempleo cíclico. Por otro lado, en la curva que parece surgir en el periodo 2015-2017 se observa una reducción del paro cíclico como consecuencia de la relajación del objetivo de déficit público y de la política monetaria expansiva.

**Gráfico 2****Tasa de vacantes y de paro en España, 1980-2017**

Datos trimestrales



Fuente: Elaboración propia con datos BDREMS (2017) y Eurostat (2017).

El coeficiente de correlación entre la tasa de paro y de vacantes para el conjunto del periodo (desde el primer trimestre de 1980 hasta el tercer trimestre de 2017) toma valores negativos ( $-44,29\%$ ). El signo negativo indica que a medida que aumenta el número de vacantes se reduce la tasa de paro, confirmando así la teoría de Beveridge. No obstante, su valor es reducido y no permite concluir la existencia de una relación fuerte y estable entre ambas variables. Sin embargo, si se calcula este mismo coeficiente de correlación para los dos periodos en los que los *shocks* son de carácter agregado, los coeficientes se elevan. Durante el primer periodo (1983-2006) el coeficiente de correlación entre la tasa de paro y la tasa de vacantes se eleva hasta el ( $-89,69\%$ ), mientras que durante el segundo (2009-2014) el coeficiente se sitúa en el ( $-93,34\%$ ). Durante ambos periodos la posición de la curva de Beveridge, como se observa en el gráfico 2, se mantiene bastante estable. Así mismo, en el periodo 2015-2017, parece observarse una nueva curva de Beveridge intermedia, al ser la relación entre la tasa de paro y de vacantes estable, pues el coeficiente de correlación entre ambas variables toma el valor de ( $-94,36\%$ ).

## 2. Factores que explican el elevado desempleo estructural de España

Uno de los motivos de este elevado desempleo estructural de la economía española no es otro que la fuerte rigidez de su mercado laboral. Esta rigidez se explica, entre otros factores, por la existencia de un salario mínimo interprofesional, unos elevados costes de despido y un generoso seguro de desempleo, lo que da lugar a una elevada temporalidad de la mano de obra y un fuerte desempleo a largo plazo.

a) En lo que al *salario mínimo* se refiere, cabe decir que no se puede considerar alto, sin embargo, el gobierno de España acordó en 2016 un incremento del salario mínimo interprofesional (SMI) del 8% para el año 2017. En 2018, el salario mínimo también ha subido de forma significativa, un 4%, hasta alcanzar los 736 euros/mes. Estas subidas de 2017 y 2018 no se justifican por alzas de precios ( $+1,2\%$  en 2017), ni por aumentos de la productividad (que está estancada), sino para mejorar la justicia redistributiva y frenar las movilizaciones sindicales. El gobierno de España se ha

comprometido además a aumentar progresivamente el SMI hasta los 850 euros/mes en 2020.

Las razones que se esgrimen para este aumento de los salarios tienen que ver con la necesidad de reactivar la economía a través del aumento del consumo, pero también con la de mejorar la distribución de la renta. Se olvida que el aumento de la desigualdad económica se debe especialmente al desempleo y que precisamente la subida del SMI tiene efectos negativos sobre la creación de empleo. Además, este incremento del salario mínimo tenderá a aumentar la economía sumergida y la contratación temporal. En España hay más de 3,6 millones de desempleados y cuando hay mucho paro lo prioritario es es-

timular la creación de empleo. Aumentar el salario mínimo va en la dirección contraria, ya que, como ha demostrado la investigación económica, esta es una de las causas del elevado y persistente desempleo de muchos países.

Es sabido que existen algunas discrepancias entre los economistas, sin embargo, su opinión sobre el salario mínimo es casi unánime. Así, Mankiw y Taylor (2017, pág. 33) en su libro *Economía*, recogen una encuesta en la que el 79% de los economistas están de acuerdo en que el salario mínimo genera desempleo entre los jóvenes y los trabajadores no cualificados (reparación de vehículos, zapatos y ropa, hostelería, pequeño comercio, empleo doméstico, repartidores, etc.).

**Cuadro 1**  
**Elementos de rigidez del mercado laboral**

	Salario mínimo 2017	Crecimiento salario mínimo (2007-2017)	Indemnización por despido semanas de salario 2017 (10 años trabajando)	Periodo mínimo de cotización para percibir prestación desempleo 2017 (meses)
Austria	–	–	0	12
Bélgica	1.562,59	21,6%	0	14,4
Dinamarca	–	–	0	12
Estonia	470	104,3%	4,33	12
Finlandia	–	–	0	6
Francia	1.480,27	18%	8,67	4
Alemania	1498	–	21,67	12
Grecia	683,76	–6,4%	26	4
Hungría	412,66	58,2%	13	12
Irlanda	1.563,25	11,4%	21	24
Italia	–	–	0	3
Japón	–	–	0	12
Luxemburgo	1.998,59	27,3%	8,67	6
Países Bajos	1.551,6	19,3%	14,3	6
Portugal	649,83	38,2%	17,14	12
Rep. Eslovaca	435	97,1%	13	24
Eslovenia	804,96	54,3%	10,83	9
<b>España</b>	<b>825,65</b>	<b>24%</b>	<b>28,57</b>	<b>12</b>
Suecia	–	–	0	6
Reino Unido	1.396,9	6,2%	8,5	0
Estados Unidos	1.101,18	75,9%	0	6
Malta	735,63	22,2%	0	6

Fuente: OCDE (2017), Eurostat (2017), Banco Mundial (2017).

b) Las *indemnizaciones* por despido pueden ser otra de las causas del desempleo estructural; en España está muy por encima del resto de los países (véase el cuadro 1). Estas elevadas indemnizaciones disminuyen la rotación de la mano de obra, lo que si bien puede ser positivo en las épocas recesivas del ciclo, al impedir el despido de trabajadores con contratos estables, no lo es tanto en las expansivas, cuando se opta por contrataciones temporales (7). Bernal-Verdugo y cols. (2012) concluyen que los elevados costes de despido son la regulación más perniciosa del mercado de trabajo.

c) Por otro lado, y en lo que al *seguro de desempleo* se refiere, cabe decir que a simple vista puede no parecer muy generoso, sobre todo si se tiene en cuenta que frente a los cuatro meses de Francia y Grecia, o incluso a los tres de Italia, en España son necesarios doce meses de cotización para cobrar el seguro de desempleo (cuadro 1). Si bien, la generosidad de las prestaciones por desempleo reside en su duración (un máximo de dos años), la tasa de sustitución del seguro (relación entre la prestación y el salario medio) y el complemento del mismo con subsidios cuando la ayuda del seguro de desempleo llega a su fin y se tienen cargas familiares. En este sentido se puede afirmar que el seguro de desempleo, como señalan Rodríguez Sainz y Míngorance Arnaiz (2013), explica la baja intensidad de los españoles por buscar un empleo de forma activa, perpetuando el desempleo y aumentando el desempleo estructural.

d) Otro de los elementos que tradicionalmente han imprimido rigidez al mercado laboral es el principio de eficacia general automática que rige en el *sistema de negociación colectiva*. No obstante, la reforma laboral del 2012 modificó el sistema de negociación, permitiendo que las empresas puedan negociar a nivel individual sin tener que acogerse a una negociación sectorial. Este cambio supone un elemento de flexibilidad del mercado laboral que está ayudando a que se reduzca el paro estructural, por lo que la curva de Beveridge se está desplazando a la izquierda (ver gráfico 2).

e) Por último, está el problema de la baja cualificación de la mano de obra. Para poder casar desempleados con vacantes se debe disponer de mano de obra más

cualificada en la industria y de un mayor volumen de profesionales altamente capacitados en el sector servicios. En la medida en que las empresas aumenten su intensidad tecnológica hará falta una mayor adaptación de la mano de obra a lo que demanda el mercado. Así, se construye un círculo virtuoso, en que la innovación tecnológica en las empresas crea puestos de trabajo más calificados y mejor remunerados.

### 3. Consecuencias de la elevada rigidez del mercado laboral español

Aunque el empleo estable e indefinido sigue siendo mayoritario en España, la excesiva rigidez del mercado laboral hace que la tasa de empleo temporal sea especialmente elevada, y ello pese a la reforma laboral del 2012 (8). La tasa media de empleo temporal, de algo más del 29% (cuadro 2), se sitúa muy por encima de la de países como Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda o Dinamarca, con mercados de trabajo mucho más flexibles que el español, pero también de la que presentan países como Francia, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos y Grecia, con mercados rígidos.

Otra de las consecuencias de la rigidez laboral es el paro de larga duración. Si bien España no presenta una elevada tasa de paro de largo plazo cuando se compara con otros países de nuestro entorno, sí que se observa un fuerte crecimiento durante el periodo de crisis. Un incremento del 170% entre 2008 y 2016, que es el más alto entre los países recogidos en el cuadro 2, deja claro que el mercado laboral español sufre especialmente en los periodos de recesión. Así, son los trabajadores más vulnerables, con contratos temporales, baja formación y ocupados en los sectores más afectados los más perjudicados.

Finalmente, cabe destacar el papel que la rigidez laboral juega en el crecimiento que se hace necesario para que la economía comience a generar empleo (ley de Okun). El cuadro 2 nos permite afirmar que el crecimiento medio que necesita España está muy por encima del de cualquier otro país. Becker Zuazua (2011) habla del singular modelo productivo de la economía española, apoyado en sectores de escaso valor añadido y baja productividad, así como del marco institucional que regula el mercado de trabajo, como

**Cuadro 2****Algunas características institucionales del mercado de trabajo**

	Parados de larga duración como porcentaje del total parados (crecimiento 2008-2016)	Trabajo temporal frente a total empleados (1997-2016) (a)	Ley Okun (1991-2017) (b)
Austria	32,8%	8,55	0,42%
Bélgica	9,8%	8,53	0,55%
Dinamarca	67,2%	9,42	0,59%
Estonia	1,5%	3,06	1,01%
Finlandia	46,1%	16,13	0,80%
Francia	21,8%	14,81	0,58%
Alemania	-21,1%	13,34	0,18%
Grecia	52,9%	11,77	0,91%
Hungría	0,0%	8,24	0,23%
Irlanda	104,5%	7,59	0,94%
Italia	27,0%	11,83	0,18%
Japón	18,5%	12,21	0,15%
Luxemburgo	21,5%	5,82	0,42%
Países Bajos	23,6%	16,67	0,49%
Portugal	17,4%	20,47	0,65%
Rep. Eslovaca	-14,2%	5,91	1,21%
Eslovenia	29,0%	16,48	0,47%
<b>España</b>	<b>168,7%</b>	<b>29,25</b>	<b>1,86%</b>
Suecia	31,5%	15,99	0,93%
Reino Unido	13,0%	6,27	0,69%
Estados Unidos	24,6%	4,32	0,98%
Malta	2,0%	5,40	0,33%

(a) Desde 1997 o desde el primer año del que se dispone de datos.

(b) Desde 1991 o desde el primer año del que se dispone de datos.

Fuente: OCDE (2017), Eurostat (2017), AMECO (2017).

las causas esenciales del elevado crecimiento necesario para generar empleo.

Si se analiza el caso de España con más detalle se concluye que los problemas estructurales que presenta se van suavizando con el tiempo. Si se observa el gráfico 3, donde se grafica la ley de Okun para España en el periodo 1996-2017, se observa que la tasa de crecimiento necesaria para generar empleo (1,60%) es inferior a la del periodo 1991-2017 (1,86%).

El crecimiento real necesario para generar empleo es aún menor, en torno al 0,55%, si se considera exclusivamente el periodo 2010-2017 (ver el cuadro 3).

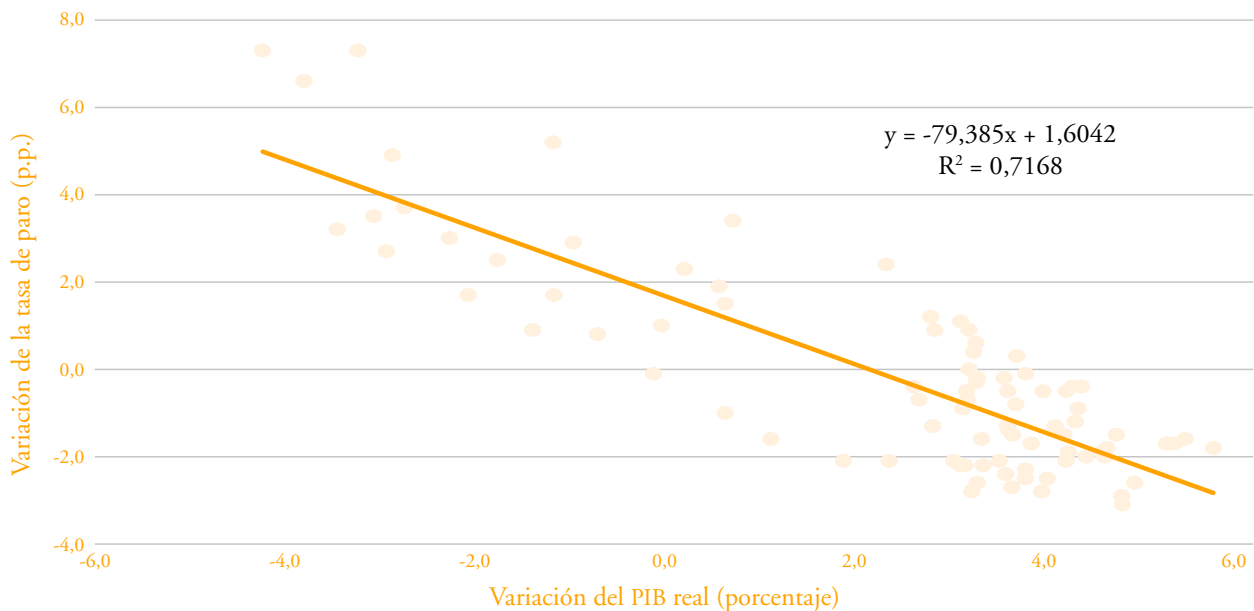
#### 4. Reflexiones de política económica

A la luz del análisis anterior se pueden extraer algunas conclusiones sobre el mercado de trabajo español. Estas conclusiones nos ayudarán a construir las líneas de política económica que podrían reducir el desempleo estructural que la crisis ha generado, y que se pone de manifiesto a través del desplazamiento a la derecha de la curva de Beveridge.

El análisis de la curva de Beveridge muestra cómo la crisis económica ha generado tanto desempleo cíclico como desempleo estructural. Además, aunque la recuperación está ayudando a reducir ambos tipos de

**Gráfico 3****Ley de Okun en España (1996-2017)**

Datos trimestrales



Fuente: Eurostat (2017).

paro, lo cierto es que todo parece indicar que, salvo que se adopten medidas adecuadas, la nueva curva de Beveridge adoptará una posición intermedia entre la del periodo 1983-2006 y la del periodo 2009-2014, tal como aparece en el gráfico 2.

Reducir el desempleo estructural requiere de medidas que flexibilicen el mercado de trabajo. La reforma del 2012 ha sido un paso en favor de esta flexibilización, pues por un lado ha permitido soslayar la negociación colectiva a nivel sectorial y de ámbito provincial que elevaba los salarios por encima del nivel que sería deseado al admitir la cláusula de descuelgue de los citados convenios, y por otro ha reducido la indemnización

por despido, aunque esta sigue siendo elevada cuando se compara con la de otros países desarrollados con menor desempleo.

Se hacen necesarias medidas adicionales entre las que podrían incluirse:

- 1) La reducción de las cotizaciones empresariales a la Seguridad Social.
- 2) La reducción de la duración del seguro de desempleo.
- 3) El abaratamiento de los costes de despido mediante la instauración de una indemnización creciente acorde

**Cuadro 3****Crecimiento necesario del PIB real para generar empleo en España**

(Diferentes periodos)

	1991-2017	1996-2017	2010-2017
Crecimiento PIB real	1,86%	1,60%	0,55%

Fuente: Eurostat (2017), AMECO (2017).

a la duración de la relación laboral, o incluso la sustitución de la indemnización por un sistema de cuentas de ahorro individuales similar al modelo austriaco que facilite la movilidad laboral.

4) Una mayor formación dual como la que presenta Alemania, siendo necesario para ello una mayor colaboración entre los centros de formación profesional y las empresas que favorezca la adecuación de la mano de obra a lo que demandan las empresas.

5) Por último, los cambios tecnológicos provocados por la cuarta revolución industrial suponen una posibilidad muy importante de cambiar las cualificaciones profesionales de los trabajadores. En este sentido, la inversión en nuevas tecnologías y en capital humano debe ir acompañada también de otros cambios, como por ejemplo, el aumento en el tamaño medio de las empresas o el impulso de las mejores prácticas empresariales. A la larga, todas estas políticas van a incrementar la colocación de trabajadores y sus salarios.

En definitiva, aunque se han adoptado medidas eficientes que están flexibilizando el mercado laboral español y se está generando mucho empleo, lo cierto es que se requieren todavía reformas adicionales que exigen un elevado consenso social al que no ayuda la situación política que se vive actualmente.

### NOTAS

- (1) Beveridge en 1944 analizó de manera empírica la relación entre la tasa de desempleo y la tasa de vacantes del Reino Unido y observó la existencia de una relación negativa (Beveridge, 1944). Esta relación negativa fue posteriormente modelizada (pueden consultarse en este sentido los trabajos de Blanchard y Diamond, 1989; y Petrongolo y Pissarides, 2001, entre otros).
- (2) Originariamente la curva de Beveridge mostraba la relación entre el volumen de parados y de vacantes, si bien con el tiempo se avanzó hacia una relación entre la tasa de vacantes (relación por cociente entre el número de puestos de trabajo que las empresas ofrecen y la población activa) y la tasa de paro existente en un país.
- (3) Un mercado de trabajo más rígido da lugar a curvas de Beveridge más alejadas del origen.
- (4) Mientras la serie de paro es relativamente sencilla de obtener, pues existe un amplio número de organismos, nacionales e internacionales que la ofrecen, obtener la serie de vacantes es algo más complejo. Aunque actualmente existen organismos

nacionales e internacionales que ofrecen series trimestrales más o menos largas de vacantes para muchos países, en otros es necesario contabilizar los avisos de ofrecimientos de puestos de trabajo publicados en los periódicos de mayor circulación en las zonas urbanas. Esta forma de contabilizar las vacantes, con independencia de que lo haga una oficina estadística o el propio investigador, presenta algunos inconvenientes, pues no se suele informar del número de puestos ofrecidos en cada oferta de empleo; es más fácil que determinados puestos de trabajo se publiquen en un periódico (puestos administrativos frente a puestos de dirección), y algunas vacantes solo se ofertan en periódicos de tirada local, por lo que no se consideran.

En el caso de España, la serie de vacantes es ofrecida, para distintos periodos temporales, por distintas fuentes estadísticas. Así, el INEM la ofrece para el periodo 1975-2005, la OCDE desde 1977 y hasta 2005, la Encuesta de Coyuntura Laboral desde 2001 y hasta 2012, y Eurostat a partir de 2010. El Ministerio de Hacienda y Función Pública ofrece la base de datos trimestral BDREMS que recoge, junto a otras series, la tasa de paro y las vacantes ofertadas en España entre 1980 y 2016.

- (5) La tasa de vacantes se obtiene a partir de la serie de vacantes ofrecida por la base de datos BDREMS dividida entre la población activa.
- (6) Bosca y cols. (2017) estiman la pérdida de eficiencia en el emparejamiento del mercado laboral en 0,327 puntos al pasar el coeficiente de eficiencia de 1,471 a 1,144.
- (7) Díaz-Moreno y Galdón-Sánchez (1999) muestran para la economía española cómo la reducción de los costes de despido en un año de salario aumentaría el empleo (8,3%) y la productividad (2,28%). Una revisión bibliográfica de los principales trabajos empíricos sobre los efectos de los elevados costes de despido puede consultarse en Martínez-Matute y Pérez-Domínguez (2012).
- (8) Un análisis de los principales factores que han motivado el empleo temporal en España puede consultarse en García de Polavieja (2006), Toharia (2005) y Ortiz García (2013).

### BIBLIOGRAFÍA

- Ameco (2017), Base de datos de la Comisión Europea.
- Banco Mundial (2017), Base de datos Doing Business.
- BDREMS (2017), Base de Datos BDREMS del Ministerio de Hacienda y Función Pública.
- Becker Zuazua, F. (2011), «El factor institucional en la crisis económica española», *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, núm. 2, págs. 53-79.
- Bellani, D.; García, P. y Pastén, E. (2002), «Curva de Beveridge, vacantes y desempleo: Chile 1986-202.II», *Revista Economía Chilena*, vol. 5(3), págs. 105-119.
- Bernal-Verdugo, L. E.; Furceri, D.; Guillaume, D. (2012), «Labor Market Flexibility and Unemployment: New Empirical Evidence of Static and Dynamic Effects», *Working Paper*, núm. 12/64, IMF, Washington.

- Beveridge, W. H. (1944), *Full employment in a free society*, Ed. Allen & Unwin, Londres.
- Blanchard, O. J. y Diamond, P. A. (1989), «The Beveridge curve», *Brooking Papers on Economic Activity*, vol. 20(1), págs. 1-76.
- Bosca, J. E.; Doménech, R.; Farri, J. y García, J. R. (2017), «Shifts in the Beveridge curve in Spain and their macroeconomic effects», *Revista de Economía Aplicada*, núm. 75, vol. XXV, págs. 5-27.
- Díaz-Moreno, C. y Galdón-Sánchez, J. E. (1999). «How Important Is Firm Behavior to Understand Employment? Evidence from Spain», *Investigaciones Económicas*, núm. 23, págs. 203-224.
- Doménech, R.; García, J. R. y Ulloa, C. (2016), «The effect of wage flexibility on activity and employment in the Spanish economy», *Documento del Trabajo del BBVA*, núm. 16/17, Servicios de Estudios del BBVA.
- Eurostat (2017), Base de datos de la Comisión Europea.
- García de Polavieja, J. (2006), «¿Por qué es tan alta la tasa de empleo temporal? España en perspectiva comparada», *Revista Española de Investigaciones Sociológicas*, núm. 113, págs. 77-105.
- Mankiw, G. y Taylor, M. (2017), *Economía*, Ed. Paraninfo, Madrid.
- Martínez-Matute, M. y Pérez-Domínguez, C. (2012), «El impacto de los costes de despido sobre el empleo en España: Una estimación con datos de panel», *Estudios de Economía Aplicada*, núm. 30 (1), págs. 137-162.
- OCDE (2017), Base de datos de la OCDE.
- Ortiz García, P. (2013), «Cambios en la legislación laboral y contratación laboral en España», *Cuadernos de Relaciones Laborales*, núm. 31 (1), págs. 141-165.
- Petrongolo, B. y Pissarides, C. (2001), «Looking into the black box: A survey of the matching function», *Journal of Economic Literature*, vol. 39(2), págs 390-431.
- Rodríguez Sainz, L. y Mingorance Arnaiz, A. C. (2013), «Situación del empleo en España: las posibilidades de futuro», en Mingorance Arnaiz, A. C. (dir.), *D. Manuel Varela. Las razones de la crisis y los cimientos de la recuperación*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, págs. 179-201.
- Toharia, L. (2005), «El problema de la temporalidad en España: un diagnóstico», Madrid, Ed. Ministerio de Trabajo e Inmigración (Colección Economía y Sociología del Trabajo).





# ACTIVIDAD EMPRESARIAL

**Coordinador**

**Juan José Durán Herrera**

*Universidad Autónoma de Madrid*

# EL PROTAGONISMO DE LA EMPRESA ESPAÑOLA EN EL PATRÓN DE CRECIMIENTO

**Javier Vega de Seoane**

*Presidente del Círculo de Empresarios*

## RESUMEN

En 2017 las empresas españolas han desarrollado su actividad en un entorno económico mundial marcado por un crecimiento sincronizado y al alza, no exento de incertidumbres y riesgos a nivel global y nacional. En este escenario, el tejido empresarial español ha contribuido significativamente a la consolidación de un nuevo patrón de crecimiento caracterizado por una mayor aportación del sector exterior al PIB. Sin embargo, desde 2008 se ha reducido el tamaño medio de las empresas españolas, lo que condiciona a futuro la adaptación de España a un mundo en plena transformación y lograr nuevos avances en la competitividad e internacionalización. Por tanto, es importante adoptar medidas que apuesten por el crecimiento del tejido empresarial para generar empleo de calidad, aumentar nuestra productividad y capacidad de innovación, impulsar y fortalecer el sector exterior, y dotar a la economía española de mayor estabilidad ante los cambios de ciclo económico.

## PALABRAS CLAVE

Incertidumbre, Retos globales, Tamaño empresarial, Productividad, Internacionalización, Base exportadora, Barreras al crecimiento, Umbrales.

## 1. Introducción

El año 2017 concluye con un escenario económico diferente al previsto para las empresas españolas, en el que los organismos internacionales han mejorado reiteradamente sus previsiones macroeconómicas. A nivel global, las economías avanzadas y emergentes han mostrado un crecimiento sincronizado y al alza, destacando la salida de la recesión de América Latina y el repunte de la actividad en la eurozona, que adelanta a EE.UU. en variación del PIB real. Esta aceleración de la actividad económica ha impulsado la recuperación del dinamismo del comercio mundial, que vuelve a crecer por encima de la economía global, principalmente por el resurgimiento de los flujos de comercio asiáticos y la recuperación de la demanda de importaciones en América del Norte. Este contexto ha favorecido la consolidación del superávit por cuenta corriente de los países de la eurozona en torno al 2,6% del PIB. En el ámbito nacional, la recuperación de la economía española se ha afianzado. España crece por tercer año consecutivo por encima del 3%, especialmente por la evolución de la demanda interna en la que se consolida

el consumo privado y se acelera la inversión en bienes de equipo.

Nuevamente las empresas españolas han afrontado no solo la incertidumbre geopolítica mundial, sino también los acontecimientos que han marcado la situación en Cataluña con un coste estimado para nuestra economía de 1.000 millones de euros en el cuarto trimestre de 2017. Entre los principales riesgos globales que han protagonizado la agenda internacional destacan:

- La salida de EE.UU. del Acuerdo Transpacífico (TPP), generando la percepción del inicio de una nueva fase de proteccionismo comercial.
- La activación por parte de Reino Unido del artículo 50 del Tratado de la Unión Europea, posteriormente marcada por la pérdida de la mayoría absoluta de Theresa May y la incertidumbre en las negociaciones del *Brexit*.
- La incapacidad de relanzar el proyecto europeo ante la situación política de Alemania, por las dificultades de Angela Merkel de formar una mayoría de gobierno.

- Las tensiones con Corea del Norte ante sus constantes pruebas militares, incluyendo el lanzamiento de un misil balístico intercontinental.
- El aumento del riesgo de impago de China ante el creciente endeudamiento del sector público y del privado.
- El impacto y las consecuencias de los ataques terroristas y de ciberseguridad.

### 2. La aportación del tejido empresarial español

En este contexto, España ha recuperado el nivel de riqueza previo a la crisis, con un modelo de crecimiento basado en un reparto más equilibrado entre la aportación de la demanda nacional y el sector exterior, impulsado por el repunte de la actividad económica mundial y por la mayor internacionalización y adaptación de las empresas españolas a un entorno cada vez más competitivo y en plena transformación. Según los últimos datos de la Organización Mundial del Comercio, nuestra cuota de mercado aumentó en 2016 hasta el 1,8% del total, ocupando la decimosexta posición a nivel global, mientras que algunos de los principales países exportadores, como China, EE.UU., Francia, Corea del Sur y Reino Unido, han perdido peso en términos relativos.

En concreto, entre enero y octubre de 2017 las exportaciones españolas crecieron un 10% interanual, registrando máximos históricos de la serie y una mejor evolución respecto a nuestros principales socios comerciales. De hecho, las exportaciones españolas respecto al PIB no han dejado de aumentar desde 2009 de un 22,7 a un 34% actualmente. Detrás de este éxito se encuentran las ganancias de competitividad y la mayor flexibilidad de nuestras empresas que, gracias a su esfuerzo y a las reformas llevadas a cabo en la anterior legislatura, han permitido diversificar los productos exportados tanto vía precio como en valor añadido. Destacan los avances significativos en el sector del automóvil, los productos químicos, los productos energéticos y los bienes de equipo, y en la diversificación de sus destinos, con una mayor presencia en Asia, Oceanía y América Latina.

Otro dato que apoya el positivo avance de nuestro sector exterior es el ascenso del número de empresas

exportadoras que se sitúa en torno a 150.000 (5% del tejido empresarial español), un 51,3% más que en 2007, de las cuales un 33,5% fueron regulares (1). A su vez, el 60% del total de exportaciones de mercancías lo realizan 630 empresas medianas y grandes que facturan cada una de ellas más de 50 millones de euros, lo que demuestra la importancia del tamaño para su internacionalización.

En las exportaciones de servicios destaca el papel fundamental del sector turístico. La Organización Mundial del Turismo estima que España cierra 2017 con 82 millones de turistas, un incremento de siete millones respecto al año anterior (+8,9%), que realizaron un gasto total récord de 87.000 millones de euros (+12,4% respecto a 2016). Estas cifras consolidan a España en el primer puesto del *ranking Travel & Tourism Competitiveness Index* (WEF). Paralelamente, también han avanzado significativamente los ingresos por exportaciones de servicios no turísticos (transportes, telecomunicaciones y servicios profesionales), que cada año ganan mayor peso en el superávit de la balanza de servicios.

Estos logros del sector exterior español y la recuperación de la demanda interna, apoyados en la mejora de la confianza de los consumidores y las empresas, han permitido que nuestro tejido empresarial haya generado hasta noviembre de 2017 en torno a 600.000 nuevos empleos (3,98% en términos interanuales). En concreto, la mayor creación de puestos de trabajo se ha producido en el segmento de pequeñas (5,26% interanual), medianas (5,47%) y grandes empresas (5,31%), frente a las micro, con un avance de un 2,04% (Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, 2017).

Ante esta evolución no cabe duda de que el tejido empresarial es el principal motor de la economía, tanto por su aportación al empleo como por la inversión productiva que realiza. Los últimos datos ofrecidos por el Directorio Central de Empresas (INE, 2017) muestran un balance positivo en la consolidación del ritmo de creación de empresas, con un crecimiento anual promedio del 1,7% desde 2014 hasta alcanzar 3.282.346 sociedades, si bien los niveles agregados son todavía un 4% inferiores a los de 2008.

A pesar de este progreso, nuestro tejido empresarial continúa presentando un tamaño medio muy reducido en relación con los países más competitivos de nuestro entorno. En España, el 99,3% de las empresas tienen menos de 50 trabajadores y un 55,5% no tiene asalariados. Estos datos contrastan con la dimensión media de países de referencia como Alemania y Reino Unido con un mayor peso de medianas y grandes empresas (cuadro 1).

Desde 2008 la participación en el tejido empresarial de las empresas micro aumenta en los principales países de la UE, frente a Alemania y Reino Unido, donde este segmento empresarial decrece en favor de un incremento del peso relativo de las pequeñas. A su vez, solo en Alemania se ha registrado un avance del peso de las medianas. Por su parte, las grandes empresas mantienen su protagonismo en Alemania (0,47%) y Reino Unido (0,32%), aunque retrocede su representatividad.

En el caso de España, a lo largo de este periodo se ha producido una reducción significativa del número de empresas pequeñas cuya participación desciende del 5,99% en 2008 al 4,44% en 2017. Igualmente, las medianas han disminuido su representatividad en esta última década del 0,78% en 2008 al 0,6% en 2017. El retroceso del tamaño medio de nuestro tejido em-

presarial se explica principalmente por la destrucción de aproximadamente 300.000 empresas desde 2008 y la ausencia de reformas que eliminen las trabas y umbrales regulatorios, laborales y fiscales que dificultan su crecimiento.

Desde 2013 se observa un aumento de la producción generalizado en todos los segmentos del tejido empresarial español, especialmente intenso en las empresas de mayor tamaño. Sin embargo, solo las grandes han recuperado los niveles de 2008, apoyadas por su dinamismo en la creación de empleo y por la recuperación económica iniciada en 2014. La producción se mantiene por debajo de los niveles previos a la crisis un 32% en las pequeñas empresas y un 16% en las medianas. Esta situación contrasta con el tejido empresarial alemán, cuya vulnerabilidad a la reciente crisis económica ha sido significativamente inferior debido en parte a su mayor tamaño medio, su peso industrial y la amplia diversificación de su sector exterior (gráfico 1).

### 3. Las empresas como fuente de un crecimiento integrador

Las empresas españolas afrontan un escenario económico positivo a nivel nacional. En 2018, España man-

#### Cuadro 1

#### Distribución por tamaños del tejido empresarial

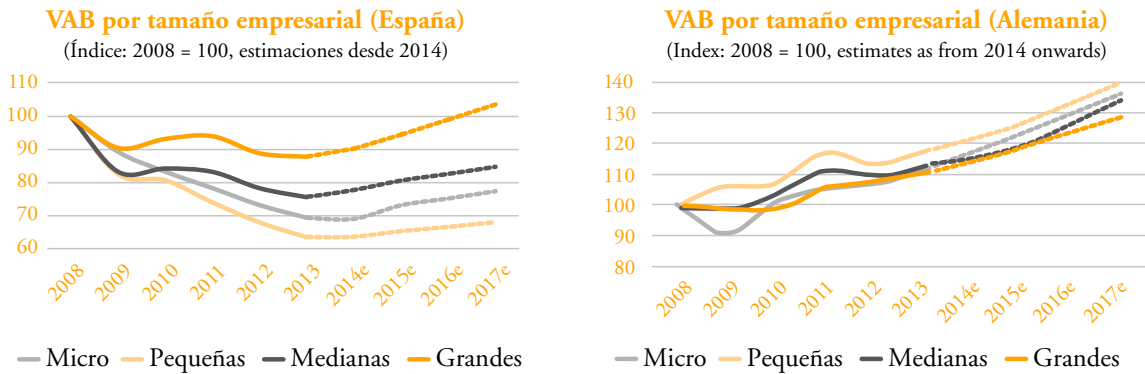
Porcentaje sobre el total de empresas

	2008				2017 (estimaciones Eurostat)			
	Micro (0-9)	Pequeñas (10-49)	Medianas (50-249)	Grandes (más de 250)	Micro (0-9)	Pequeñas (10-49)	Medianas (50-249)	Grandes (más de 250)
<b>España</b>	<b>93,1</b>	<b>6,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>94,8</b>	<b>4,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>
Alemania	82,9	14,2	2,5	0,5	82,2	14,8	2,5	0,5
Francia	94,5	4,6	0,8	0,2	95,3	4,0	0,6	0,1
Italia	94,3	5,1	0,5	0,1	95,2	4,2	0,5	0,1
Portugal	94,9	4,4	0,6	0,1	95,3	4,0	0,6	0,1
Reino Unido	89,3	8,8	1,5	0,4	88,9	9,3	1,5	0,3

Fuente: Círculo de Empresarios según estimaciones de Eurostat 2017.

Gráfico 1

VAB por tamaño empresarial en España y Alemania



Fuente: Círculo de Empresarios según estimaciones de Eurostat 2017.

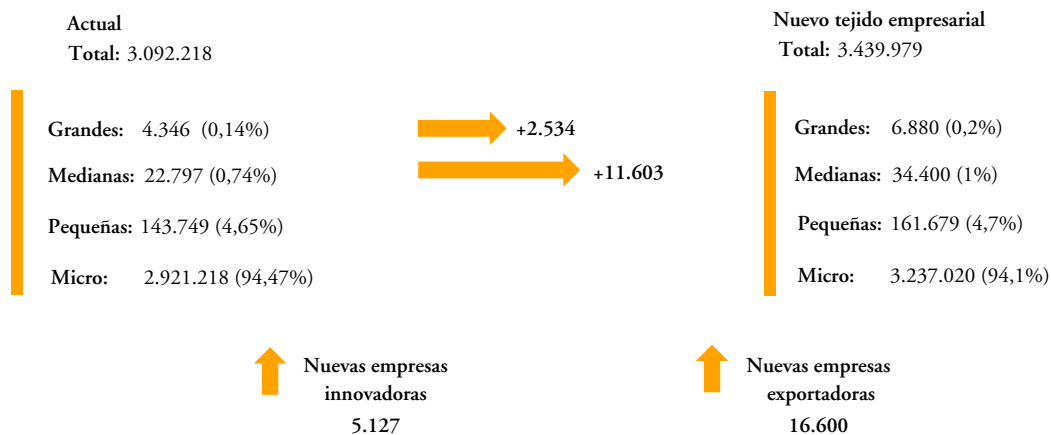
tendrá su senda expansiva de crecimiento con un buen ritmo esperado de generación de empleo. Se consolida así un patrón de crecimiento más sólido y equilibrado que en periodos anteriores, principalmente por las ganancias de competitividad en el sector exterior que han favorecido su mayor aportación al PIB. A su vez, a nivel mundial se mantendrá un crecimiento económico sincronizado (en torno al 4%) que irá acompañado de la consolidación del comercio mundial. Sin embargo, el tejido empresarial español nuevamente tendrá que

desarrollar su actividad en un escenario de reconfiguración de los principales acuerdos comerciales como el NAFTA, a la espera de que se produzcan avances en el RCEP (que engloba a 16 países asiáticos, en el que destacan China, Japón e India) y que se perfilen las posibles consecuencias comerciales que se deriven de las negociaciones del *Brexit*. En el ámbito macrofinanciero preocupa el aumento de la deuda global, que ha crecido un 40% desde 2008, unas expectativas de inflación al alza y la reacción del sistema financiero a la

Gráfico 2

Nuevo tejido empresarial español

Paralelamente... crecimiento del tamaño medio empresarial similar al de Francia



Fuente: Círculo de Empresarios según estimaciones de Eurostat 2017.

normalización de la política monetaria en las principales economías avanzadas.

Si bien las perspectivas a corto plazo son positivas, España y su tejido empresarial deben apostar por una estrategia a largo plazo que permita no solo generar nuevos avances en la competitividad e internacionalización de nuestra economía, sino también adaptarnos a un mundo en plena transformación demográfica, comercial y tecnológica. Para ello es urgente poner en marcha nuevas reformas estructurales que apuesten, entre otras, por el crecimiento del tamaño medio de las empresas españolas. De acuerdo con los cálculos de nuestro estudio *Un pacto por un crecimiento integrador*, si en 2013 hubiéramos diseñado una Ley de Emprendimiento similar a la de Francia (2009) y elevado los umbrales fiscales, laborales y burocráticos que perpetúan su reducido tamaño, hoy contaríamos con aproximadamente 350.000 empresas más y una mayor presencia de medianas (11.603) y grandes (2.534). Esta reforma habría generado 1.100.000 ocupados con una aportación al PIB nominal de 3,5% y situado la tasa de paro en el 11,6%. A su vez, habríamos logrado ampliar nuestra base innovadora y exportadora, lo que en conjunto favorecería un empleo de calidad, la

consolidación fiscal y la sostenibilidad del Estado de Bienestar (gráfico 2).

La aportación y generación de valor del tejido empresarial ha sido y es clave en la recuperación económica de España. Por tanto, generar un empleo de calidad, aumentar nuestra productividad y capacidad de innovación, e impulsar y fortalecer la internacionalización requiere que apostemos por acelerar la creación y el crecimiento de las empresas españolas. Su mayor dinamismo y fortaleza dotará a nuestra economía de una mayor estabilidad y resiliencia ante los cambios de ciclo y el escenario global que se está configurando.

#### NOTA

(1) Empresas que han exportado durante cuatro años consecutivos.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Círculo de Empresarios (2017), «La empresa mediana española, Informe Anual 2017», Madrid.
- Círculo de Empresarios (2017), «Un pacto para un crecimiento integrador», Madrid.
- Ministerio de Economía, Industria y Competitividad (2017), «Cifras PYME noviembre 2017», Madrid.

# UN BUEN MOMENTO PARA LAS COTIZADAS ESPAÑOLAS

**Domingo J. García Coto**

*Director del Servicio de Estudios. Bolsas y Mercados Españoles (BME)*

**Javier Garrido Domingo**

*Subdirector del Servicio de Estudios. Bolsas y Mercados Españoles (BME)*

### RESUMEN

Por vez primera en muchos años la rentabilidad de las Bolsas en todo el mundo ha sido mayoritariamente positiva en el ejercicio y con dosis de riesgo (volatilidad) muy moderadas. También ha sido así para las empresas españolas cuyos registros de rentabilidad, beneficios y financiación en 2017 han sido los mejores de los últimos años. Todo ello en un contexto de mejora del clima económico y con ratios de evaluación que no parecen indicar en ningún caso riesgo de sobrevaloración de los precios. Continúa el proceso de saneamiento y desendeudamiento de las compañías financieras y no financieras, mientras las alternativas de financiación ofrecidas desde la Bolsa tienen cada vez más uso y contribuyen a diversificar las fuentes de obtención de recursos de mayor número de empresas de todos los tamaños.

### PALABRAS CLAVE

Bolsa, Mercados de capitales, Financiación, Mercados alternativos, SOCIMI.

La Bolsa española completó en 2017 uno de los ejercicios más brillantes para inversores y emisores en lo que va de siglo. La rentabilidad anual del índice IBEX-35, con dividendos incluidos, alcanzó el 11,3%. Un retorno alcanzado en condiciones de volatilidad (riesgo) históricamente bajas, excelentes registros de liquidez y niveles muy elevados de financiación canalizada hacia las empresas cotizadas. El rendimiento conseguido tiene especial significación si tenemos en cuenta que el correspondiente a los bonos a diez años (considerado tipo de interés español *sin riesgo* de referencia) hace ya cuatro años que no alcanza el 2% y en todo ese tiempo solo la rentabilidad por dividendo promedio de la Bolsa ha sido cercana al 4,5%.

De esta forma, al cierre del año 2017 la capitalización global de las empresas admitidas a cotización en los mercados gestionados por BME alcanzó los 1,137 billones de euros, el valor de cierre anual más alto en una década y un 9,9% más que en diciembre de 2016. De este importe, 741.000 millones de euros correspondían a empresas cotizadas nacionales, cuyo valor en Bolsa era 72.000 millones más elevado que hace un año (+10,8%)

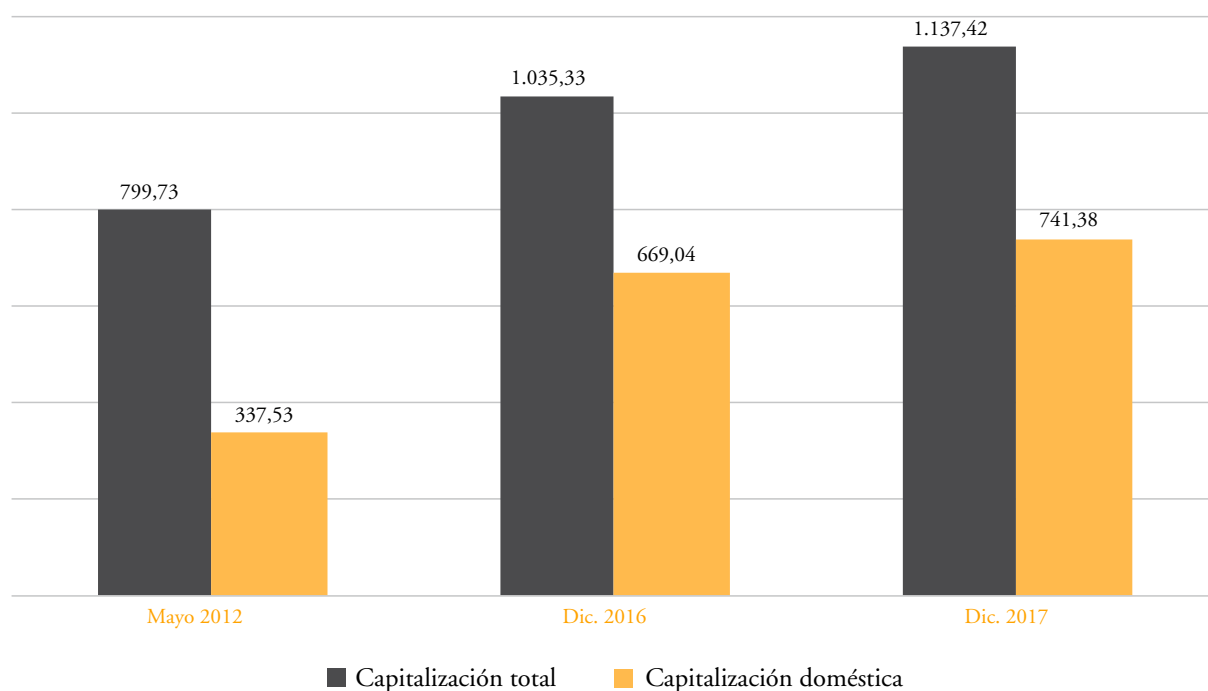
y alrededor de 400.000 millones superior al anotado en los momentos peores de la crisis en 2012. Una parte importante de este ascenso no solo obedece al movimiento de los precios sino también a las nuevas acciones admitidas, tanto procedentes de nuevas admisiones como de ampliaciones de capital, realizadas a través del mercado por empresas ya cotizadas (gráfico 1).

Curiosamente, en el año 2017 solo hay un sector, bienes de consumo, cuya capitalización retrocede (cerca de un 4,5%) y es justo el único que casi triplica su valor de hace siete años hasta los 123.297 millones de euros. Dentro de este sector hay que destacar a Grifols que ha visto aumentar un 29% su valor de mercado hasta los 10.408 millones de euros.

Por su parte, y de la mano de los bancos, el sector financiero e inmobiliario ha visto crecer su capitalización este año en 34.163 millones de euros, un 18% más. Banco de Santander, Banco de Sabadell y Caixa-bank han incrementado su valor de mercado 26, 25 y 24%, respectivamente. En esta agrupación es interesante observar cómo el subsector inmobiliario duramente castigado por la crisis con la pérdida del 93%

**Gráfico 1****La capitalización de las acciones cotizadas en la Bolsa española: elevada y creciente desde mínimos de la crisis en 2012**

Miles de millones de euros



Fuente: BME y elaboración propia.

de su valor de mercado, entre su máximo histórico de 51.000 millones en enero de 2007 y su mínimo de la crisis de mayo de 2012 de 3.600 millones de euros, hoy presenta una capitalización de 16.728 millones de

euros, donde tienen un peso importante (73%) las 52 SOCIMI cotizadas (5 en Bolsa y 47 en MAB) con un valor de mercado agregado de 12.908 millones de euros (cuadro 1).

**Cuadro 1****Evolución del sector inmobiliario cotizado desde poco antes de la crisis**

(Entre diciembre 2005 y diciembre 2017)

	Fecha	Capitalización (millones de euros)	Peso del sector en la capitalización de la Bolsa española (%)	Número de empresas en el sector
Valor de inicio	dic-05	19.341,90	3,3	32
Valor máximo	ene-07	51.139,40	6,6	30
Valor mínimo	may-12	3.619,40	1,1	23
Valor actual	dic-17	17.613,27	2,4	63
Del cual son SOCIMI	dic-17	12.907,86	1,7	52

Fuente: BME y elaboración propia.



Otros sectores de actividad que acumularon incrementos del valor de mercado de sus empresas en 2017 son servicios de consumo que creció un 26,7%, gracias a IAG, Abertis y Aena que aumentaron su capitalización en el año un 41, 40 y 30%, respectivamente. También tecnología y telecomunicaciones creció un 11,7% de la mano de Cellnex Telecom, que incrementó su capitalización un 56% en 2017.

A 31 de diciembre de 2017 Inditex encabezaba la lista de las diez mayores empresas por capitalización de la Bolsa española, con cerca de 90.000 millones de euros, y seguida de cerca por Santander, que ha visto aumentado su valor de mercado en más de 8.000 millones de euros por la ampliación de capital realizada en julio de este año para absorber el Banco Popular (gráfico 2).

Por tamaño de las empresas merece ser resaltado el hecho de que las veinte que integran el índice IBEX *Medium Cap* valían al cierre de diciembre 49.842 millones de euros, a precios de mercado. La capitalización de este conjunto ha crecido en el año un 11% y su peso en el total de la Bolsa española es del 4,4%. En cuanto a las treinta empresas que componen el IBEX *Small Cap* y cuyo peso en la capitalización total es del 2%, presentan un valor de mercado de 24.263 millones de euros, un 81% superior al cierre de 2016.

### 1. Crecimiento del beneficio sin tensiones en los principales ratios de evaluación y récord histórico del negocio exterior

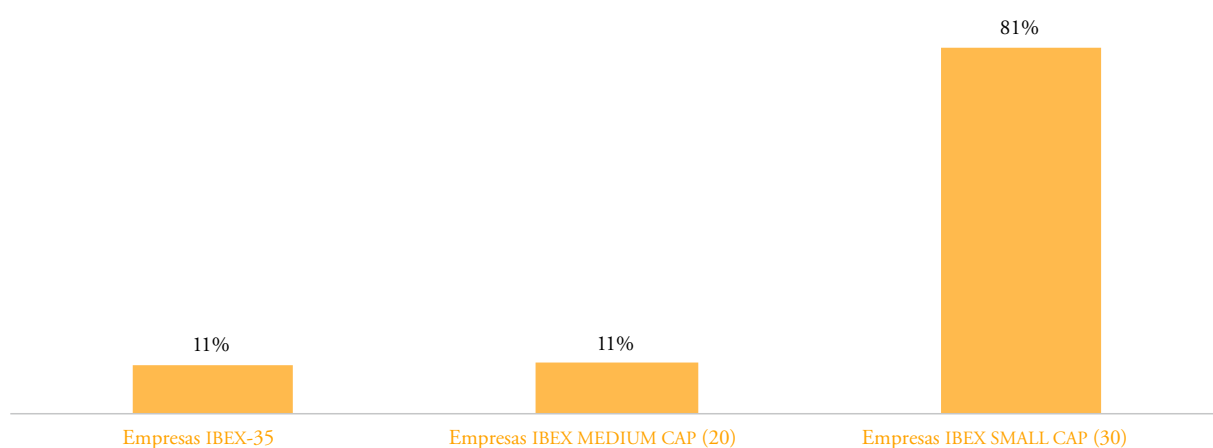
Estos buenos registros obtenidos por el conjunto de cotizadas españolas en el año han tenido lugar sin tensiones en los ratios fundamentales de valoración. Es decir, que ni por nivel de PER (relación entre el precio y el beneficio por acción o *Price Earning Ratio* en terminología anglosajona de uso habitual), ni por la relación entre las cotizaciones y el valor contable de las acciones correspondientes, puede afirmarse que la Bolsa española es cara. El PER agregado se acerca a 15 veces frente a un promedio histórico de treinta años cercano a 16 y la ratio precio/valor contable es de 1,4 contra una media de 1,83 (1) (gráficos 3 y 4).

Y es que el aumento de las cotizaciones se produce en un entorno económico internacional generalmente positivo, con pocas excepciones, y uno doméstico donde el PIB crece por encima del 3% por tercer año consecutivo, con avances relevantes de las partidas de consumo e inversión y favorables encuestas de sentimiento de inversores, consumidores y empresarios. Un ambiente excelentemente aprovechado por el grueso de las empresas cotizadas de todos los tamaños para hacer crecer sus negocios, especialmente en el exterior, y obtener buenos resultados. Hasta mediados de 2017 el beneficio de explotación del conjun-

#### Gráfico 2

#### Las empresas más pequeñas aprovechan el mercado para ganar tamaño

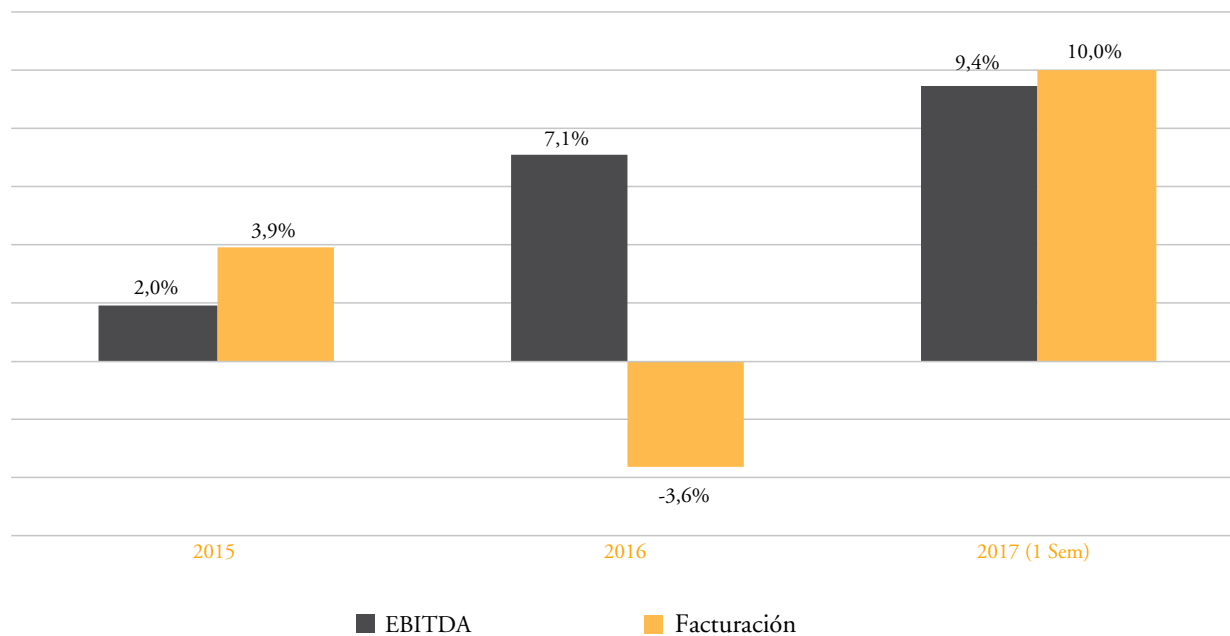
Variación (%) de la capitalización en 2017 respecto a 2016



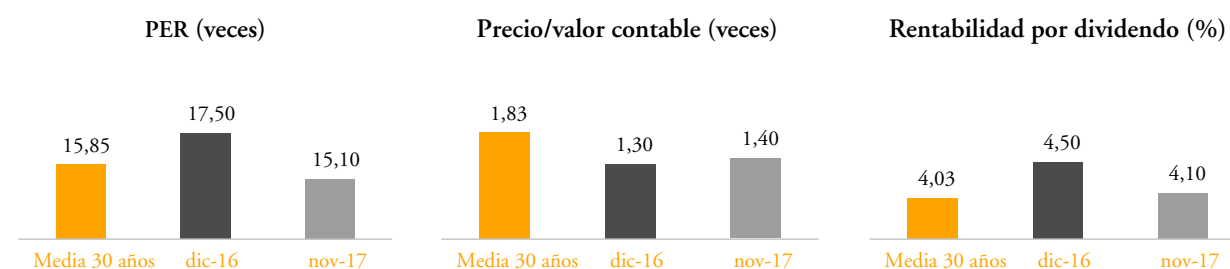
Fuente: BME y elaboración propia.

**Gráfico 3****Los negocios de las empresas cotizadas mejoran en 2017**

Datos agregados de las empresas del IBEX-35. Variación (%) respecto al mismo periodo del año anterior



Fuente: BME.

**Gráfico 4****Las empresas cotizadas mantienen ratios de evaluación por debajo de sus promedios históricos y la rentabilidad por dividendo por encima**

Fuente: Morgan Stanley Capital International (Bluebook Developed Markets) y elaboración propia.

to de cotizadas españolas crecía un 9% frente a lo anotado en 2016 y el resultado neto un 20,25% (2). Unos registros alcanzados gracias a un crecimiento de la facturación algo superior al 8,3% y que esconde un nuevo hito histórico: el 67,13% de la cifra de negocio se obtuvo fuera de España (exportaciones más ventas directas en destino) cuando hace diez años era 10 puntos inferior y hace veinticinco no superaba el 40% del total (cuadro 2 y gráfico 5).

Por tanto, parecería acertado afirmar que entre los factores que tanto a nivel nacional como internacional han sustentado las elevadas rentabilidades bursátiles en 2017 se encuentra en lugar destacado la pujanza de los resultados empresariales. Los datos provisionales hasta el tercer trimestre mantenían la tónica de mejora con un ascenso del 17,8% de los ingresos para las empresas del IBEX-35, un 7% el EBITDA y casi un 18% el resultado neto.

**Cuadro 2**

**Distribución geográfica de la cifra neta de negocio de las empresas españolas cotizadas en Bolsa según su tamaño y liquidez**

Uds. en millones de euros y porcentaje del importe neto de la cifra de negocio

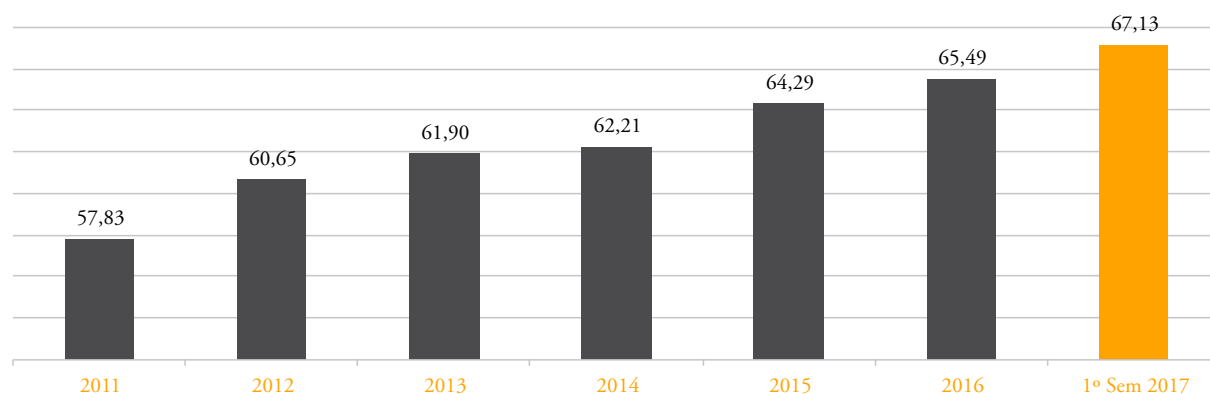
	1S 2017	Importe neto cifra de negocios (INCEN)						
		Total		Mercado interior			Mercado exterior	
		1S 2017	1S 2017		1S 2016	1S 2017		1S 2016
Nº Cías incluidas	Efectivo	Efectivo	(%)	(%)	Efectivo	(%)	(%)	
IBEX-35	34	216.827,16	70.627,65	32,57	34,13	146.199,51	67,43	65,87
IBEX Medium Cap	20	18.246,57	6.061,24	33,22	34,76	12.185,34	66,78	65,24
IBEX Small Cap	29	9.874,13	3.890,91	39,41	37,59	5.983,22	60,59	62,41
Resto	41	9.471,49	3.058,12	32,29	33,34	6.413,37	67,71	66,66
<b>Total SIBE</b>	<b>124</b>	<b>254.419,35</b>	<b>83.637,92</b>	<b>32,87</b>	<b>34,29</b>	<b>170.781,44</b>	<b>67,13</b>	<b>65,71</b>

Fuente: BME.

**Gráfico 5**

**El peso del sector exterior en la cifra de negocios del conjunto de las empresas españolas cotizadas en el segmento principal de la Bolsa alcanza un nuevo máximo histórico**

Porcentaje procedente del exterior sobre el total de facturación. 2011- 1 Sem 2017



Fuente: BME.

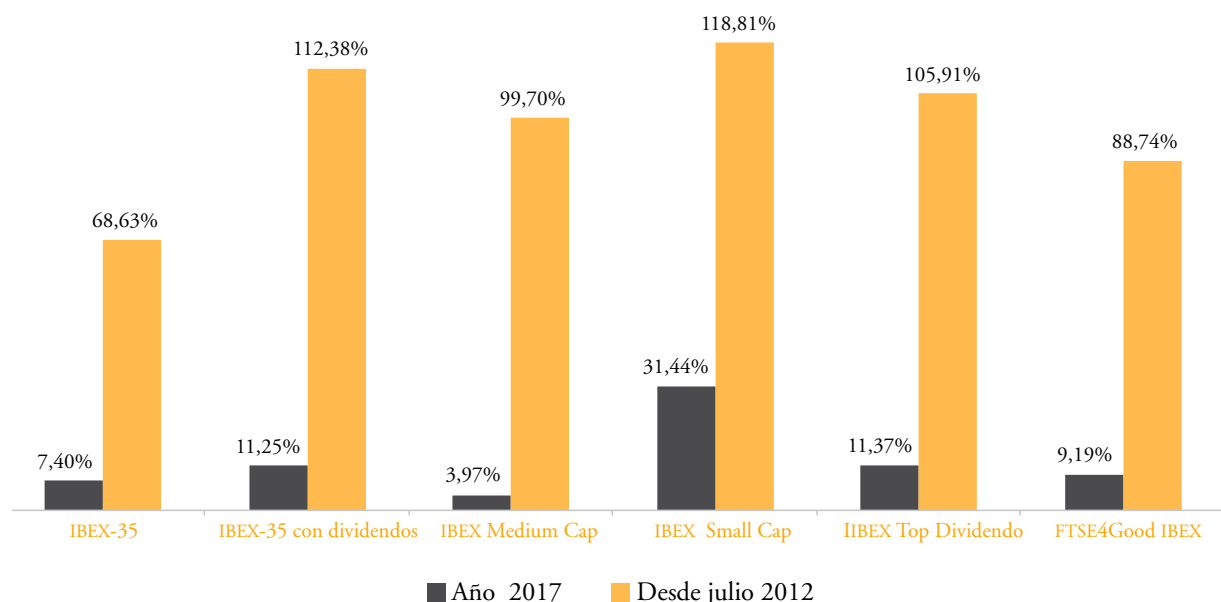
**2. La rentabilidad de la inversión en Bolsa: alta e históricamente muy relevante la que procede de los dividendos**

Como se ha citado, la rentabilidad de las acciones ha sido una de las señas de identidad más positivas de los mercados de valores en 2017. Tanto es así que

por vez primera en lo que va de siglo la práctica totalidad de índices bursátiles del mundo de todo tipo (generales, sectoriales, por tamaños...) han cerrado un año en positivo. Muchos de ellos, como los norteamericanos, marcando sucesivos récords históricos entre las alertas y encuestas que parecen señalar una corrección de los precios tras cerca de nueve años

## Gráfico 6

## Variación de índices IBEX



Fuente: BME y elaboración propia.

consecutivos de escalada de las cotizaciones casi sin pausa (gráfico 6).

Y entre todos esos indicadores bursátiles nacionales e internacionales uno de los más destacados en el panorama internacional es el IBEX *Small Cap*, con una revalorización anual que se acerca al 32% (35% con dividendos), demostrando el buen momento para las cotizadas españolas casi de cualquier tamaño y sector.

De 133 compañías negociando en el mercado electrónico de la Bolsa española a 29 de diciembre de 2017, había 81 que habían conseguido una rentabilidad positiva en el año solo por variación de precios. Todas ellas por encima de la rentabilidad anual que ofrece el Bono español a diez años que se acerca al 1,5% y 63 con rentabilidades de doble dígito. Es decir, que la cotización de casi la mitad de las empresas presentes en Bolsa (excluidas las Sociedades de Inversión de Capital Variable o SICAV y las empresas admitidas en el Mercado Alternativo Bursátil o MAB) han visto crecer su cotización por encima del 10% en 2017. Estas compañías representaban en diciembre un 76% de la capitalización de la Bolsa española (sin considerar las sociedades de Latibex, el mercado español para valores

latinoamericanos) por un importe de 659.000 millones de euros (cuadro 3).

Como hemos dicho, los ascensos de la cotización han sido generalizados en Bolsa independientemente del tamaño de las empresas. De las cotizadas incluidas en algún índice IBEX, en todos los casos, dos terceras partes o algo más han registrado ascensos en su valor de mercado en 2017. En el caso de las 35 del IBEX son 25 las que han visto crecer su valor en 2017 y se elevan a 27 si tenemos en cuenta la rentabilidad por dividendo que hace que Enagas y Acciona compensen el descenso de su cotización en el ejercicio. El IBEX-35 se revalorizó un 7,4% en el año y un 11,3% el índice IBEX-35 con dividendos.

En el caso de las veinte incluidas en el IBEX *Medium Cap* son catorce las cotizadas que experimentaron ascensos de precios en 2017 y serían dieciséis si consideramos dividendos ya que Ebro Food y Bolsas y Mercados Españoles (BME) pasarían al terreno positivo contando con esta remuneración a sus accionistas. En este caso la revalorización anual del índice fue más modesta (4%) y casi del 6% si incluimos dividendos.

**Cuadro 3**

**Comportamiento en 2017 de las empresas cotizadas en la Bolsa española y pertenecientes al IBEX-35, IBEX Medium Cap o IBEX Small Cap**

Ordenadas por su rentabilidad anual total (precios + dividendos)

	Código SIBE de negociación	Nombre largo	Cotización de la acción a 29/12/2017 (€)	A Rentabilidad año 2017	Dividendo bruto pagado 2017 por acción (€)	B Rentabilidad por dividendo 2017	A+B Rentabilidad total 2017	Volumen negociado año 2017 (Millones €)	Capitalización (Millones €)	Índice IBEX
1	CDR	CODERE, S.A.	7,99	250,44%	0	0,00%	250,44%	421,97	947,12	IBEX Small Cap
2	MAS	MASMOVIL IBERCOM, S.A.	87,9	230,45%	0	0,00%	230,45%	537,86	1.753,70	IBEX Small Cap
3	FDR	FLUIDRA, S.A.	11,81	173,38%	0,1352	1,14%	174,52%	325,33	1.330,14	IBEX Small Cap
4	ENC	ENCE ENERGÍA Y CELULOSA, S.A.	5,5	119,12%	0,1683	3,06%	122,18%	822,36	1.354,49	IBEX Small Cap
5	PAC	PAPELES Y CARTONES DE EUROPA, S.A.	11,315	115,52%	0,3181	2,81%	118,34%	270,66	1.122,87	IBEX Small Cap
6	SLR	SOLARIA ENERGÍA Y MEDIO AMBIENTE, S.A.	1,63	113,07%	0	0,00%	113,07%	190,03	178,65	IBEX Small Cap
7	EDR	EDREAMS ODIGEO, S.A.	4,77	60,28%	0	0,00%	60,28%	175,24	518,29	IBEX Small Cap
8	NHH	NH HOTEL GROUP, S.A.	6	56,05%	0,05	0,83%	56,88%	1.199,29	2.101,63	IBEX Med Cap
9	ECR	ERCROS S.A.	2,86	55,43%	0,04	1,40%	56,83%	536,06	317,40	IBEX Med Cap
10	CLNX	CELLNEX TELECOM, S.A.	21,35	56,24%	0,0863	0,40%	56,64%	4.872,19	4.946,43	IBEX 35
11	OHL	OBRASCON HUARTE LAIN, S.A.	4,981	51,17%	0	0,00%	51,17%	2.531,58	1.488,11	IBEX Med Cap
12	MCM	MIQUEL Y COSTAS & MIQUEL, S.A.	36,01	45,49%	0,582	1,62%	47,11%	116,10	743,60	IBEX Small Cap
13	IAG	INTERNATIONAL CONSOLIDAT. AIRLINES GROUP	7,236	41,08%	0,25	3,45%	44,54%	7.003,41	15.434,30	IBEX 35
14	ABE	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	18,55	39,53%	0,77	4,15%	43,68%	16.140,86	18.371,57	IBEX 35
15	HIS	HISPANIA ACTIVOS INMOBIL. SOCIMI, S.A.	15,7	40,24%	0,1574	1,00%	41,24%	911,63	1.713,96	IBEX Med Cap
16	AMS	AMADEUS IT GROUP, S.A.	60,11	39,24%	0,94	1,56%	40,80%	17.589,75	26.377,62	IBEX 35
17	DOM	GLOBAL DOMINION ACCESS, S.A.	4,315	37,90%	0	0,00%	37,90%	129,99	731,37	IBEX Small Cap
18	AXIA	AXIARE PATRIMONIO SOCIMI, S.A.	18,42	33,29%	0,3005	1,63%	34,92%	1.474,03	1.456,33	IBEX Med Cap
19	CASH	CASH, S.A.	2,694	34,70%	0	0,00%	34,70%	593,85	4014	IBEX Med Cap
20	AENA	AENA, S.M.E., S.A.	169	30,35%	3,83	2,27%	32,62%	12.707,92	25.350,00	IBEX 35
21	CIE	CIE AUTOMOTIVE, S.A.	24,21	30,76%	0,41	1,69%	32,45%	1.244,20	3.123,09	IBEX Med Cap
22	GRF	GRIFOLS, S.A.	24,425	29,37%	0,3156	1,29%	30,66%	5.979,90	10.408,22	IBEX 35
23	LRE	LAR ESPAÑA REAL ESTATE, SOCIMI, S.A.	8,89	26,46%	0,332	3,73%	30,19%	359,95	823,42	IBEX Small Cap
24	LGT	LINGOTES ESPECIALES, S.A.	17,8	25,35%	0,8025	4,51%	29,86%	76,11	178,00	IBEX Small Cap
25	MTS	ARCELORMITTAL, S.A.	27,095	28,55%	0	0,00%	28,55%	6531,02	27.688,47	IBEX 35
26	SAY	SAETA YIELD, S.A.	9,81	20,65%	0,7553	7,70%	28,35%	397,22	800,26	IBEX Small Cap
27	SAB	BANCO DE SABADELL, S.A.	1,656	25,17%	0,05	3,02%	28,19%	11.572,51	9.318,25	IBEX 35
28	RLIA	REALIA BUSINESS, S.A.	1,1	27,91%	0	0,00%	27,91%	64,40	709,28	IBEX Small Cap
29	COL	INMOBILIARIA COLONIAL SOCIMI, S.A.	8,283	25,82%	0,165	1,99%	27,82%	3.106,98	3.605,73	IBEX 35
30	CABK	CAIXABANK, S.A.	3,889	23,85%	0,13	3,34%	27,20%	24.897,22	23.261,81	IBEX 35
31	VOC	VOCENTO, S.A.	1,53	23,39%	0	0,00%	23,39%	65,23	191,20	IBEX Small Cap
32	TUB	TUBACEX, S.A.	3,35	22,71%	0	0,00%	22,71%	328,66	445,47	IBEX Small Cap
33	GCO	GRUPO CATALANA OCCIDENTE, S.A.	36,94	18,74%	0,737	2,00%	20,74%	530,97	4.432,80	IBEX Med Cap
34	VIS	VISCOFAN, S.A.	55,01	17,42%	1,49	2,71%	20,13%	1.995,21	2.563,66	IBEX 35
35	UNI	UNICAJA BANCO, S.A.	1,314	19,45%	0	0,00%	19,45%	607,34	2115,93	IBEX Med Cap
36	PSG	PROSEGUR, CIA. DE SEGURIDAD, S.A.	6,55	10,27%	0,5641	8,61%	18,88%	847,63	4.042,16	IBEX Med Cap

(Pasa a página siguiente)

**Cuadro 3 (continuación)****Comportamiento en 2017 de las empresas cotizadas en la Bolsa española y pertenecientes al IBEX-35, IBEX Medium Cap o IBEX Small Cap**

Ordenadas por su rentabilidad anual total (precios + dividendos)

	Código SIBE de negociación	Nombre largo	Cotización de la acción a 29/12/2017 (€)	A Rentabilidad año 2017	Dividendo bruto pagado 2017 por acción (€)	B Rentabilidad por dividendo 2017	A+B Rentabilidad total 2017	Volumen negociado año 2017 (Millones €)	Capitalización (Millones €)	Índice IBEX
37	APPS	APPLUS SERVICES, S.A.	11,275	16,84%	0,13	1,15%	17,99%	966,23	1.612,53	IBEX Med Cap
38	EZE	GRUPO EZENTIS, S.A.	0,613	17,88%	0	0,00%	17,88%	265,40	180,77	IBEX Small Cap
39	ZOT	ZARDOYA OTIS, S.A.	9,12	13,57%	0,319	3,50%	17,07%	938,89	4.290,63	IBEX Med Cap
40	FER	FERROVIAL, S.A.	18,925	11,36%	0,719	3,80%	15,16%	8.432,82	13.858,12	IBEX 35
41	BBVA	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	7,112	10,88%	0,301	4,23%	15,11%	64.257,22	47.422,00	IBEX 35
42	REP	REPSOL, S.A.	14,745	9,87%	0,761	5,16%	15,03%	26.926,41	22.521,45	IBEX 35
43	SAN	BANCO SANTANDER, S.A.	5,479	10,49%	0,21	3,83%	14,32%	113.664,50	88.409,98	IBEX 35
44	FCC	FOMENTO DE CONSTR. Y CONTR. S.A.	8,626	14,24%	0	0,00%	14,24%	166,84	3.267,74	IBEX Small Cap
45	ALB	CORPORACION FINANCIERA ALBA, S.A.	47,72	11,37%	1	2,10%	13,46%	212,96	2.782,07	IBEX Med Cap
46	MRL	MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.	11,3	9,39%	0,3997	3,54%	12,93%	4.998,73	5.308,40	IBEX 35
47	GAS	GAS NATURAL SDG, S.A.	19,25	7,48%	1	5,19%	12,68%	10.374,27	19.263,26	IBEX 35
48	ACS	ACS.ACTIVIDADES DE CONSTY SERVICIOS S.A	32,62	8,66%	1,196	3,67%	12,33%	9.352,36	10.264,35	IBEX 35
49	HOME	NEINOR HOMES, S.A.	18,3	11,18%	0	0,00%	11,18%	1799,18	1445,79	IBEX Med Cap
50	BKT	BANKINTER, S.A.	7,904	7,39%	0,2498	3,16%	10,55%	6.559,71	7.104,63	IBEX 35
51	IDR	INDRA SISTEMAS, S.A., SERIE A	11,405	9,56%	0	0,00%	9,56%	2.337,84	2.014,74	IBEX 35
52	REE	RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	18,71	4,38%	0,8587	4,59%	8,97%	10.958,06	10.123,60	IBEX 35
53	IBE	IBERDROLA, S.A.	6,46	3,63%	0,312	4,83%	8,46%	36.174,79	40.811,14	IBEX 35
54	GEST	GESTAMP AUTOMOCION, S.A.	5,956	6,36%	0,1153	1,94%	8,29%	1550,53	3427,76	IBEX Med Cap
55	SCYR	SACYR, S.A.	2,359	6,26%	0	0,00%	6,26%	1.987,52	1.257,60	IBEX Small Cap
56	BKIA	BANKIA, S.A.	3,987	2,65%	0,1104	2,77%	5,42%	9771,98	11479,89	IBEX 35
57	MEL	MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A.	11,5	3,79%	0,1315	1,14%	4,93%	2.270,58	2.641,55	IBEX 35
58	ENG	ENAGAS, S.A.	23,87	-1,06%	1,418	5,94%	4,88%	10.114,04	5.698,58	IBEX 35
59	TPZ	TELEPIZZA GROUP, S.A.	4,7	4,10%	0	0,00%	4,10%	314,06	473,38	IBEX Small Cap
60	BME	BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SHMSE, S.A.	26,55	-5,16%	1,8	6,78%	1,62%	1.267,76	2.219,99	IBEX Med Cap
61	ANA	ACCIONA, S.A.	68,04	-2,70%	2,875	4,23%	1,52%	3.262,58	3.895,93	IBEX 35
62	EBRO	EBRO FOODS, S.A.	19,52	-1,93%	0,57	2,92%	0,99%	1.272,78	3.003,45	IBEX Med Cap
63	PQR	PARQUES REUNIDOS SERVICIOS CENTRALES, S.A.	14,85	-2,65%	0,2477	1,67%	-0,99%	459,44	1.199,01	IBEX Small Cap
64	ACX	ACERINOX, S.A.	11,915	-5,47%	0,45	3,78%	-1,70%	4.572,88	3.289,34	IBEX 35
65	MAP	MAPFRE, S.A.	2,678	-7,66%	0,1464	5,47%	-2,19%	5.525,51	8.247,04	IBEX 35
66	QBT	QUABIT INMOBILIARIA, S.A.	1,88	-2,59%	0	0,00%	-2,59%	354,37	207,99	IBEX Small Cap
67	DIA	DIA-DISTRIBUIDORA INT. DE ALIMENT. S.A.	4,303	-7,76%	0,21	4,88%	-2,88%	6.511,47	2.678,43	IBEX 35
68	TEF	TELEFONICA, S.A.	8,125	-7,88%	0,4	4,92%	-2,96%	64.449,48	42.186,06	IBEX 35
69	ELE	ENDESA SOCIEDAD ANONIMA	17,855	-11,28%	1,333	7,47%	-3,81%	10.866,04	18.904,01	IBEX 35
70	TLGO	TALGO, S.A.	4,259	-5,73%	0,072	1,69%	-4,04%	346,79	581,62	IBEX Small Cap
71	A3M	ATRESMEDIA CORP. DE MEDIOS DE COM. S.A.	8,7	-16,27%	0,92	10,57%	-5,69%	1.386,41	1.963,87	IBEX Med Cap

(Pasa a página siguiente)

**Cuadro 3 (continuación)**

**Comportamiento en 2017 de las empresas cotizadas en la Bolsa española y pertenecientes al IBEX-35, IBEX Medium Cap o IBEX Small Cap**

Ordenadas por su rentabilidad anual total (precios + dividendos)

	Código SIBE de negociación	Nombre largo	Cotización de la acción a 29/12/2017 (€)	A Rentabilidad año 2017	Dividendo bruto pagado 2017 por acción (€)	B Rentabilidad por dividendo 2017	A+B Rentabilidad total 2017	Volumen negociado año 2017 (Millones €)	Capitalización (Millones €)	Índice IBEX
72	LOG	CIA. DE DIST. INTEG. LOGISTA HOLDINGS	19,17	-12,86%	0,95	4,96%	-7,91%	804,60	2.544,81	IBEX Med Cap
73	ITX	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A. INDITEX	29,045	-10,44%	0,68	2,34%	-8,10%	44.208,32	90.523,15	IBEX 35
74	SGRE	SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.	11,43	-40,69%	3,7082	32,44%	-8,24%	12946,77	7785,46	IBEX 35
75	PHM	PHARMA MAR, S.A.	2,48	-8,49%	0	0,00%	-8,49%	654,10	552,17	IBEX Small Cap
76	FAE	FAES FARMA, S.A.	2,94	-12,50%	0,108	3,67%	-8,83%	294,14	768,94	IBEX Med Cap
77	CAF	CONSTRUCC. Y AUX. DE FERROC., S.A.	34,18	-10,76%	0,58	1,70%	-9,06%	426,58	1.171,71	IBEX Small Cap
78	TL5	MEDIASET ESPAÑA COMUNICAC., S.A.	9,359	-16,06%	0,5219	5,58%	-10,49%	3.609,12	3.151,33	IBEX 35
79	DGI	DOGI INTERNATIONAL FABRICS, S.A.	3,4	-12,80%	0	0,00%	-12,80%	90,40	244,81	IBEX Small Cap
80	AMP	AMPER, S.A.	0,192	-13,12%	0	0,00%	-13,12%	868,09	190,99	IBEX Small Cap
81	TRG	TUBOS REUNIDOS, S.A.	0,75	-13,29%	0	0,00%	-13,29%	61,11	131,01	IBEX Small Cap
82	EKT	EUSKALTEL, S.A.	6,798	-19,26%	0,36	5,30%	-13,97%	1.023,66	1.214,43	IBEX Small Cap
83	TRE	TECNICAS REUNIDAS, S.A.	26,46	-32,09%	1,3959	5,28%	-26,82%	3.690,15	1.479,00	IBEX 35
84	ALM	ALMIRALL, S.A.	8,35	-43,43%	0,19	2,28%	-41,15%	1.169,98	1.444,14	IBEX Small Cap
85	LBK	LIBERBANK, S.A.	0,442	-55,13%	0	0,00%	-55,13%	861,59	1.293,67	IBEX Med Cap
	TOTAL							622.533,70	710.491,65	

Fuente: BME y elaboración propia.

**Valores con SPLITS o agrupaciones**

Fecha	Código	Agrupaciones o SPLIT
18-may-17	MTS	CONTRASPLIT 1*3
5-jun-17	BKIA	CONTRASPLIT 1*4
20-jul-17	GALQ	CONTRASPLIT 1*10
17-nov-17	CDR	CONTRASPLIT 2*43
18-dic-17	BAIN	SPLIT 7*1

**Valores con fecha inicial distinta (inclusión SIBE)**

Fecha	Código	Nombre
20-oct-17	AEDAS	AEDAS HOME
17-mar-17	CASH	PROSE. CASH
7-abr-17	GEST	GESTAMP
29-mar-17	HOME	NEINOR H.
30-mar-17	UNI	UNICAJA
14-jul-17	MAS	MASMOVIL
24-jul-17	BAIN	BORGES

**Valores con cambio de denominación y código SIBE**

Fecha	Código	Nombre
24-jul-17	GAM/SGRE	GAMESA/SIEMENS GAMESA
27-oct-17	FRS/ADX	FERSA/ AUDAX RENOVABLES

Por último veinte de las treinta compañías que componen el IBEX *Small Cap* anotaron ascensos de precios en el año. El índice de referencia en este caso ha sumado una revalorización anual del 31,5%, que se acerca al 33% si tenemos en cuenta divi-

endos. En ambos casos, el incremento sitúa el comportamiento agregado de estas empresas españolas cotizadas entre los grupos de empresas cotizadas que más se han revalorizado en el mundo en 2017.

La importancia general de la rentabilidad por dividendo en la Bolsa española es histórica y queda patente en el cuadro 3 ordenado por valores pertenecientes a algún IBEX que se ofrece junto a estas líneas (3). En 2017, 61 de las 85 empresas cotizadas e incluidas en alguno de los principales índices IBEX calculados por BME para la Bolsa española repartieron dividendos entre sus accionistas. De esta lista, en 50 casos solo la rentabilidad por dividendo ofrecida a los accionistas en el año supera el rendimiento ofrecido por el Bono español a diez años (en el entorno del 1,5%): son 29 de las 35 del IBEX-35; 10 de las 20 del IBEX *Medium Cap*; y 11 de las 30 que componen el IBEX *Small*. Además, 22 de estas compañías tienen acciones cotizadas con rentabilidades por encima del 4,1%, la rentabilidad por dividendo media de los últimos treinta años en el total de la Bolsa española (gráfico 7).

La rentabilidad por dividendo es un indudable atractivo de las empresas cotizadas españolas que es muy bien

valorado por los inversores extranjeros, propietarios de algo más del 43% de la capitalización de sus acciones. En el último decenio la Bolsa española ha sido líder internacional entre las Bolsas desarrolladas en este capítulo de rentabilidad tan importante para los inversores prácticamente todos los años. En los últimos diez años las empresas españolas cotizadas han repartido alrededor de 285.000 millones de euros entre sus accionistas. Este importe equivale a algo más del 50% del valor de mercado promedio de todas esas empresas a lo largo del decenio, lo que da una idea de la relevancia de dicha cantidad.

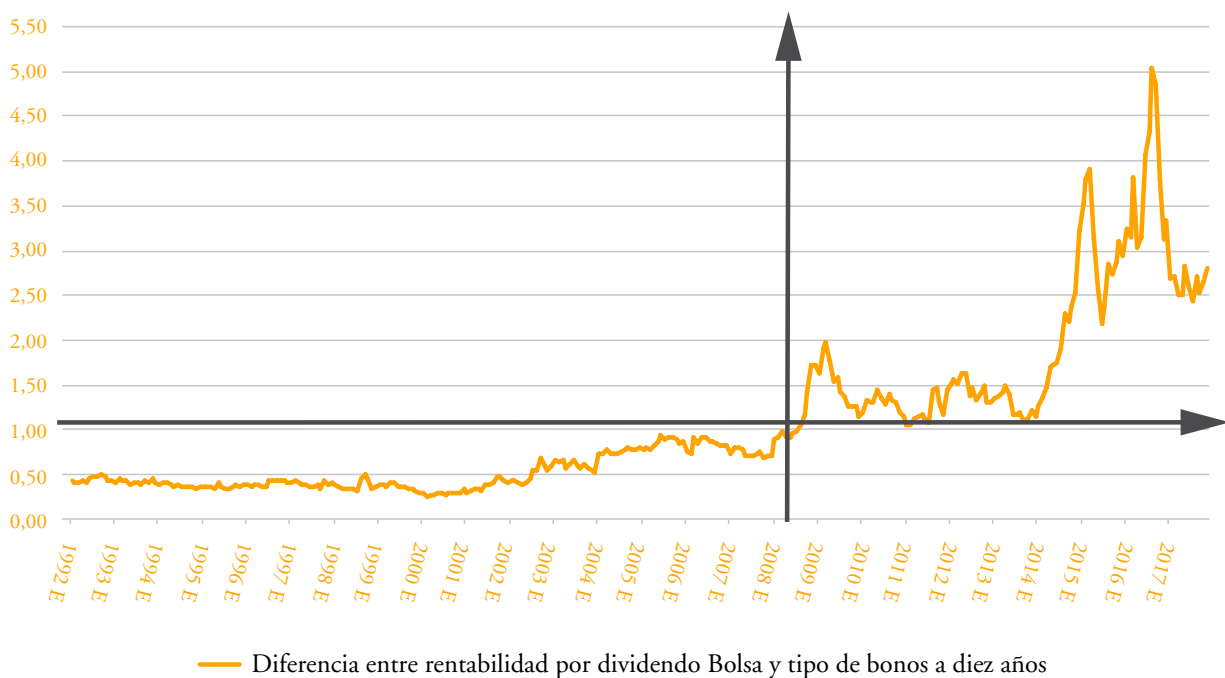
### 3. Las empresas utilizan profusamente los mecanismos de mercado para mejorar su financiación

Uno de los capítulos donde las empresas han visto mejoras en 2017 ha sido en las condiciones de financiación. El mantenimiento de los tipos de interés en

#### Gráfico 7

#### La consistencia de la rentabilidad por dividendo de la Bolsa española

Supera sistemáticamente a la rentabilidad del Bono a diez años durante una década y especialmente en los últimos tres años





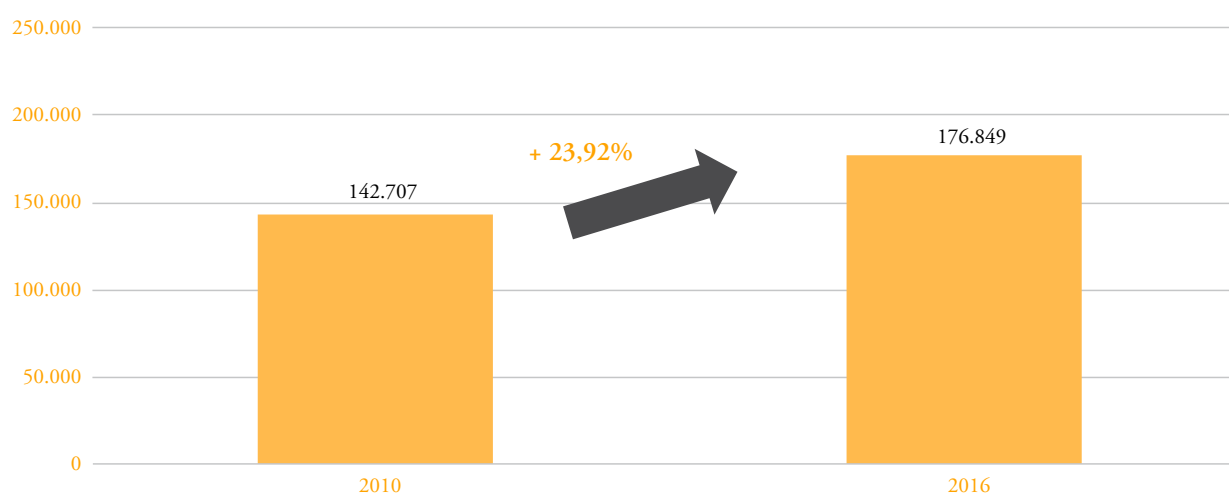
mínimos por parte del BCE y el aumento de alternativas de financiación mejor adaptadas a las necesidades de empresas de diferentes tamaños, han sido también en 2017 factores decisivos para que las empresas hayan podido captar recursos para financiar sus proyec-

tos sin necesidad de apelar masivamente al crédito bancario. En este sentido, y como viene siendo ya habitual desde hace unos años, la Bolsa española ha protagonizado nuevamente un papel destacado (gráficos 8 y 9).

### Gráfico 8

#### Patrimonio neto. Recursos propios de las empresas no financieras del IBEX-35 (2010-2016)

Millones de euros al cierre de 2010 y 2016



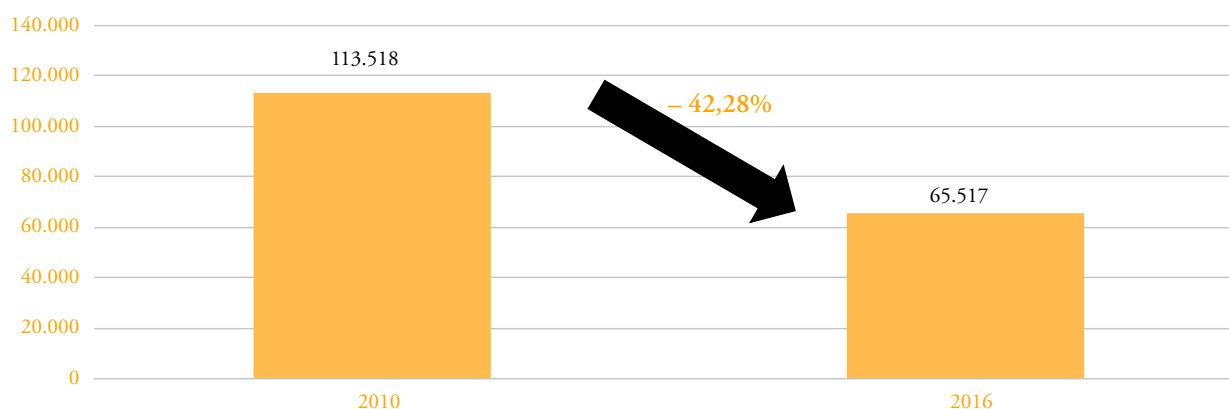
Fuente: BME\*.

\* Calculado sobre un conjunto homogéneo de veinte compañías pertenecientes al IBEX-35 en 2010 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

### Gráfico 9

#### Financiación bancaria total. Deuda con entidades de crédito de empresas no financieras del IBEX-35 (2010-2016)

Millones de euros al cierre de 2010-2016



Fuente: BME\*.

\* Calculado sobre un conjunto homogéneo de veinte compañías pertenecientes al IBEX-35 en 2010 y 2016 de las que ha sido posible desglosar datos.

La tendencia hacia una mayor diversificación de la financiación empresarial en España es cada vez más patente y en el caso de las principales compañías cotizadas muy acelerada. Para el Banco de España, en su Informe Anual de 2017 resalta que *se está produciendo un proceso de desintermediación de la financiación de las empresas españolas y, aunque es un fenómeno global, su intensidad ha sido algo más marcada en España, donde el grado de bancarización ha sido tradicionalmente mayor que en otras economías de nuestro entorno*. Los análisis realizados sobre las cuentas auditadas de las compañías no financieras españolas cotizadas que han formado parte del IBEX-35 entre 2010 y 2016, muestran que los recursos propios han aumentado en este tiempo un 24% y la financiación bancaria se ha reducido un 42%, situándose ya muy por debajo del volumen de financiación materializada en instrumentos de renta fija, que crece un 30%. Unas cifras que apuntan a un modelo de financiación con menor dependencia del crédito bancario, más diversificado y con mayor presencia del capital en detrimento de la deuda (gráfico 10).

En 2017 la canalización de nuevos flujos de inversión y financiación hacia empresas cotizadas en la Bolsa española en forma de *equity* (recursos propios en forma de títulos valores de renta variable) ha alcanzado

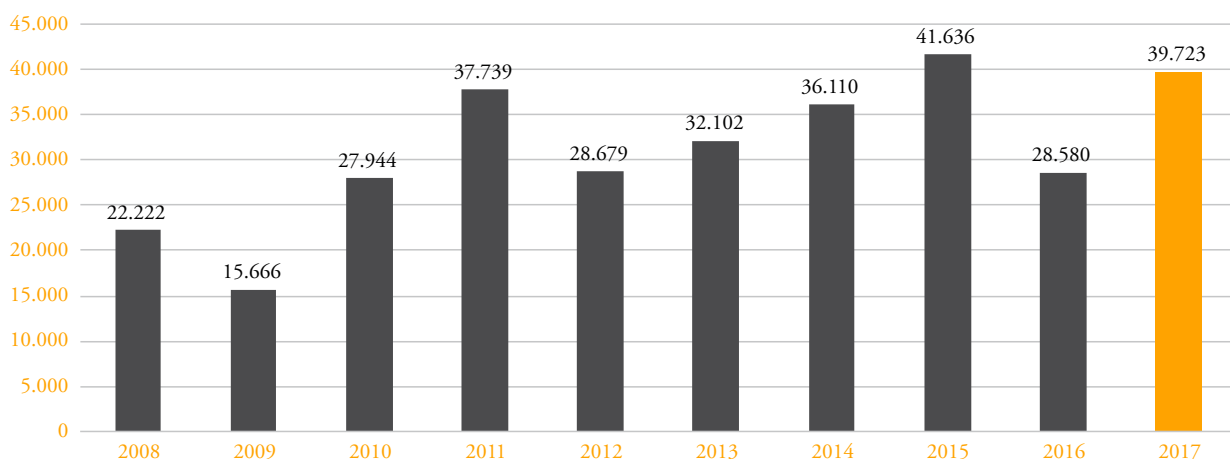
los 39.723 millones de euros. Es el segundo mejor registro en una década y un 44% más que lo anotado en 2016. La mayor parte de estos recursos financieros se han captado en forma de ampliaciones de capital, a lo que hay que sumar los importes de las salidas a Bolsa mediante Oferta Pública de Venta y/o Suscripción (OPV y OPS), así como las admisiones a cotización.

Las salidas a Bolsa han sido el recurso de financiación empresarial destacado en 2017. Al finalizar el año veintisiete nuevas empresas (excluidas SICAV) habían sido admitidas a cotización en alguna de las plataformas de negociación de acciones de la Bolsa española que gestiona BME. Los fondos captados por las empresas implicadas en estas operaciones fueron de 4.290 millones de euros, cifra que multiplica tres los obtenidos por otras tantas empresas de esta manera en 2016 (1.426 millones). De las nuevas empresas que han comenzado su andadura bursátil en 2017 en mercados de renta variable de BME, cinco lo hicieron en la Bolsa a través de cuatro OPV (tres de ellas con OPS asociada) con un importe captado de 4.018 millones de euros. El resto lo hicieron en el MAB: tres en el segmento de Empresas en Expansión a través de tres OPS por un importe de 22 millones de euros y otras diecinueve en el segmento destinado a Sociedades Cotizadas de Inversión en el

### Gráfico 10

#### Flujos de inversión y financiación canalizados por la Bolsa española (2008-2017)

(Incluye: OPV, ampliaciones y salidas a Bolsa sin OPV). Millones de euros



Fuente: BME.

Mercado Inmobiliario (SOCIMI), a través de 17 *listing* y dos OPS, con un importe total captado de 272 millones de euros (gráfico 11).

En 2017 y mediante 116 operaciones de ampliación de capital, las empresas cotizadas en la Bolsa española captaron recursos por importe de 30.178 millones de euros, un 30,34% más que lo obtenido durante 2016. Los recursos obtenidos constituyen la cuarta cifra más alta desde que se inició la crisis en 2007. Las ampliaciones de capital constituyen una de las principales actividades bursátiles de las empresas cotizadas cuyo objetivo principal es la captación de financiación a través de la emisión de nuevas acciones.

En el segmento principal de la Bolsa española se ejecutaron en el año 2017 un total de 79 operaciones de ampliación de capital, a través de las cuales las sociedades obtuvieron unos recursos de 29.171 millones de euros. La mayor operación del periodo fue la realizada por Gamesa para atender a su fusión con Siemens por importe de 7.965 millones de euros. En segundo lugar se situó la ampliación de capital realizada por el Banco Santander con objeto de reforzar y optimizar la estructura de recursos propios del banco para dar adecuada cobertura a la adquisición del 100% del capital social de Banco Popular, que ascendió a 7.072 millones de euros (gráfico 12).

Por último, señalar también en este apartado que la importancia de las ampliaciones de capital como instrumento de apoyo al sector no financiero de la Bolsa española para ejecutar su ya comentada estrategia de cambio en la estructura de los pasivos de sus balances, es patente y queda bien reflejada en los datos. Como puede observarse en el gráfico adjunto a estas líneas, el recurso al capital de las empresas no financieras del IBEX-35 desde el año 2010 ha sido profuso y creciente. Este conjunto de empresas ha captado por este tipo de operaciones 40.470 millones de euros en los ocho años contemplados, siendo el mejor año 2017, con cerca de 12.500 millones de euros conseguidos mediante ampliaciones de capital.

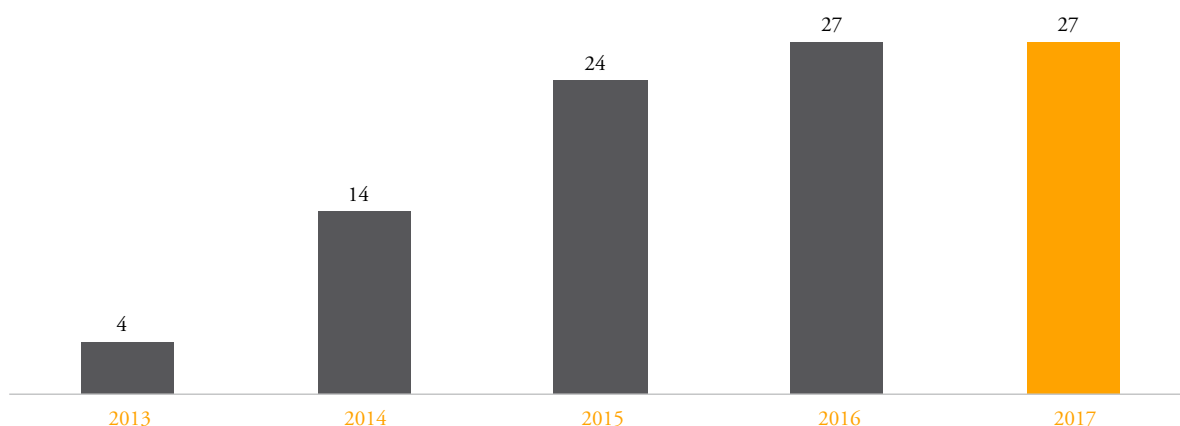
#### 4. MAB y MARF: alternativas de financiación vía mercado para empresas de menor tamaño

También las condiciones de financiación han mejorado en 2017 para las compañías de tamaño reducido aunque, lógicamente, su dependencia del canal bancario es superior a la de las empresas más grandes. En este sentido, también este año han sido positivos los canales de mercado habilitados por BME, la gestora de las Bolsas y los principales mercados españoles de capital, como el MAB y el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija) para ayudar a

### Gráfico 11

#### Nuevas salidas a Bolsa en España (2013-2017)

Datos en número de compañías (no incluye SICAV) que han iniciado la cotización en el año

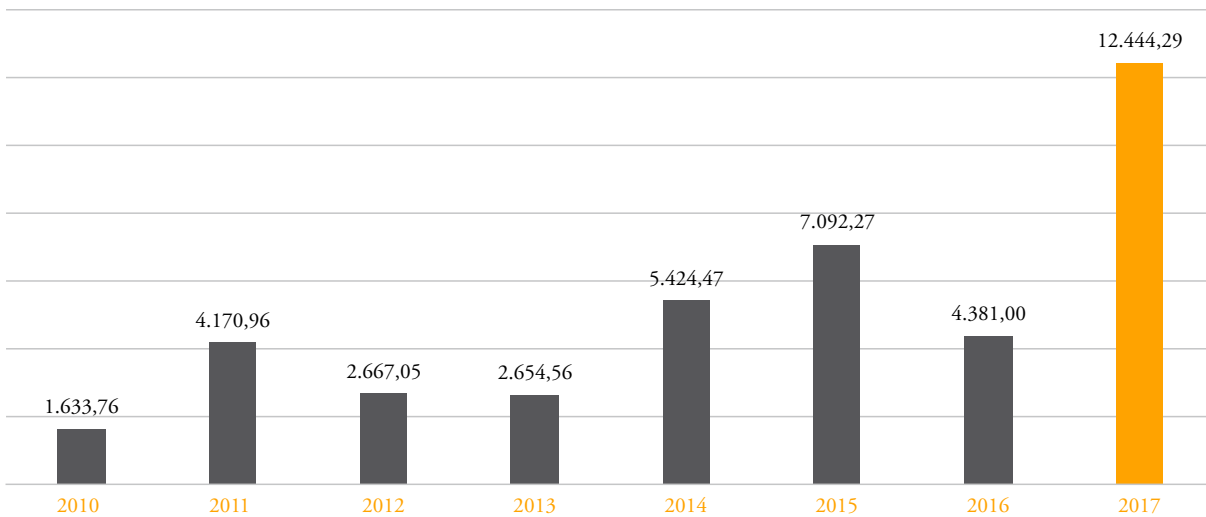


Fuente: BME.

**Gráfico 12**

**Volumen efectivo de ampliaciones de capital de las empresas no financieras del IBEX-35 que forman parte del índice entre 2010 y 2017**

Datos en millones de euros



Fuente: BME.

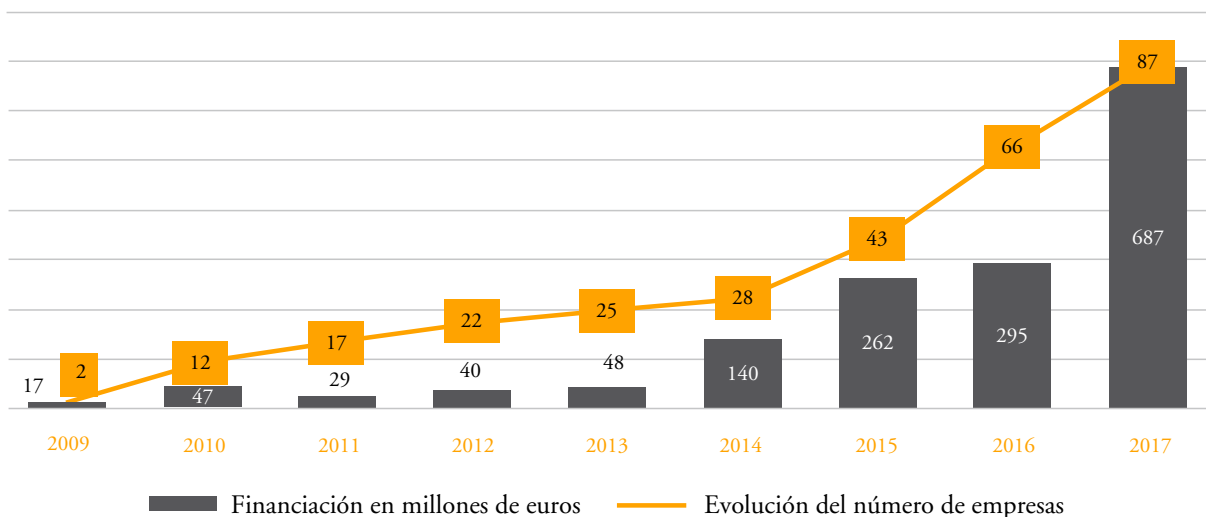
un buen número de compañías a obtener recursos con los que materializar sus planes de crecimiento (gráfico 13).

El MAB cuenta con seis segmentos, siendo los más destacados los correspondientes a SICAV, empresas en expansión y, en los últimos tres años, también

**Gráfico 13**

**Financiación y número de empresas del MAB**

Segmentos de empresas en expansión y SOCIMI



Fuente: BME.

las SOCIMI. El más numeroso es el primero, que cuenta con cerca de 2.600 empresas listadas, si bien en 2017 casi 400 han desaparecido, seguramente debido a la incertidumbre que está provocando la posibilidad de un cambio fiscal que las afecte negativamente. Aun así, este tipo de empresas ha conseguido captar de los inversores cerca de 401 millones de euros en 2017 con ampliaciones de capital.

Por su parte el segmento del MAB para Empresas en Expansión cerró el ejercicio de 2017 con 41 compañías listadas tras anotar tres nuevas altas y ha seguido consolidando en 2017 su potencial de financiación. Las 18 ampliaciones de capital realizadas por once de sus empresas consiguieron captar 112 millones de euros y el número de empresas presentes en el mercado ha continuado creciendo hasta alcanzar las 41 empresas tras la incorporación de tres nuevas compañías: Elzinc, Netex y, ya en diciembre, Greenalia.

Por último, en el segmento de SOCIMI en 2017 se incorporaron 19 nuevas empresas hasta totalizar 47 al cierre del ejercicio. El crecimiento de este tipo de empresas está sirviendo para dinamizar el parque

inmobiliario español tan castigado por la crisis, si bien es cierto que las cinco SOCIMI más grandes cotizadas en alguna plataforma de BME lo hacen en el segmento principal de la Bolsa y copan cerca del 70% del valor de mercado lo que sería un hipotético sector inmobiliario representado en la Bolsa española (unos 12.000 millones de euros frente a 17.600 al cierre de 2017).

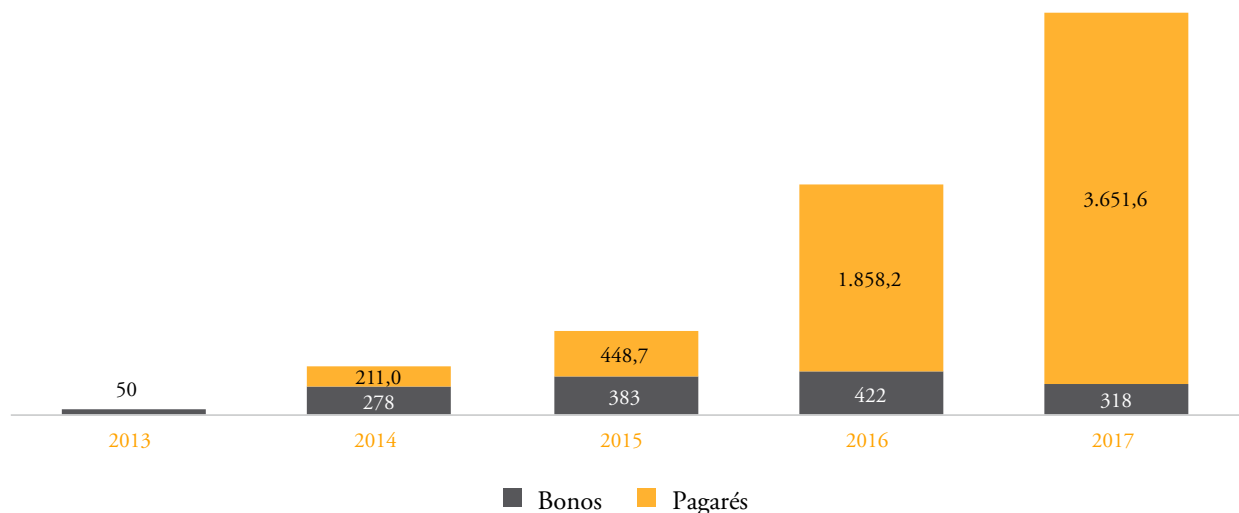
Entre empresas en expansión y SOCIMI al finalizar 2017 el mercado contaba con 87 compañías que habrían obtenido financiación bursátil por importe de 687 millones de euros en el ejercicio. Desde los inicios del MAB en 2009 las empresas presentes en estos segmentos han llevado a cabo 142 operaciones de financiación (ampliaciones) con las que han obtenido recursos por valor de 1.567 millones de euros (gráficos 14 y 15).

En cuanto al MARF, con apenas cuatro años de vida sigue cumpliendo con éxito el objetivo para el que fue creado: contribuir a la financiación de las empresas españolas como una nueva fuente de financiación complementaria del crédito bancario a través de distintos tipos de emisiones de renta fija: bonos simples, pagarés o bonos de proyecto. Una vez emitidos se

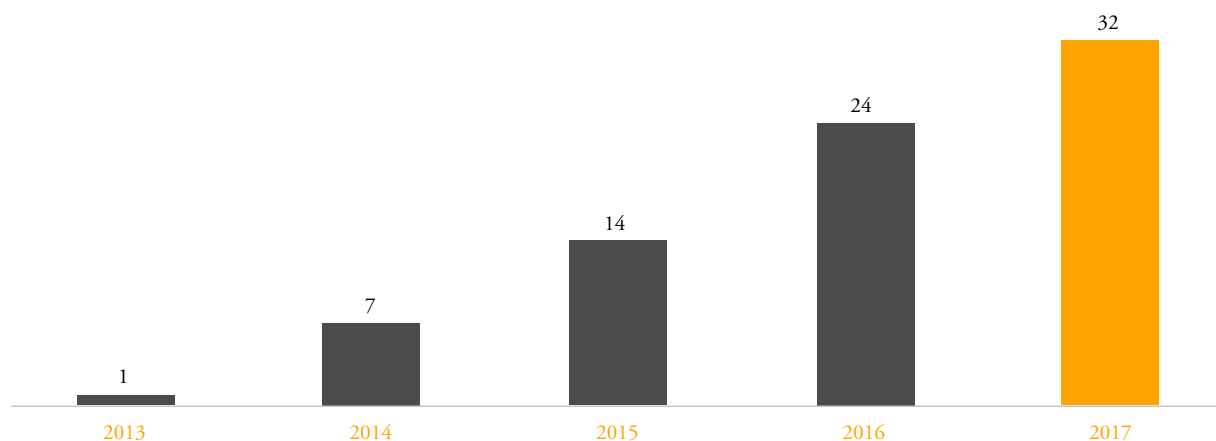
### Gráfico 14

#### Volumen incorporado en MARF

Datos en millones de euros



Fuente: BME.

**Gráfico 15****Número de emisiones realizadas a través del MARF**

Fuente: BME.

admiten a cotización en la plataforma de admisión y negociación del mercado que ofrece transparencia y garantiza la mejor ejecución de las órdenes. Con las incorporaciones de 2017 ya son un total de 40 las empresas que se han financiado directamente en el MARF operado por BME desde su nacimiento en 2013. En conjunto, en 2017 el volumen de emisiones y admisiones a cotización en el MARF alcanzó los 3.969 millones de euros y supera ampliamente los casi 2.300 millones del 2016. El saldo vivo de las 32 emisiones de deuda corporativa registradas en MARF se situaba en diciembre pasado cerca de los 2.192 millones de euros y crecía un 36% respecto a la misma fecha del año anterior.

**NOTAS**

- (1) Con datos y cálculos propios elaborados a partir de los informes mensuales de Morgan Stanley Cap. International denominados *Blue Book* para mercados desarrollados. El último: el correspondiente a noviembre de 2017.
- (2) Dato calculado excluyendo del agregado a la compañía Abengoa que por su tamaño y las especiales condiciones que ha atravesado en los últimos años distorsiona mucho la comparación elevando el aumento del beneficio neto del conjunto hasta el 80%.
- (3) Los valores incluidos en dicha tabla representan el 96% del volumen efectivo negociado en acciones en la Bolsa española en 2017 (651.489 millones de euros), así como el 64% de la Capitalización total de la Bolsa a 31 de diciembre de 2017 (1.143.000 millones de euros) o el 96% del valor de mercado a esa fecha si sólo consideramos las empresas españolas cotizadas (742.000 millones de euros).

## IRRESPONSABILIDAD DE LA EMPRESA Y PASIVOS INTANGIBLES

**Juan José Durán Herrera**

*Universidad Autónoma de Madrid*

### RESUMEN

La existencia de contratos ocultos, incompletos o no, lleva implícito pasivos intangibles que pasan a explicitarse cuando se producen demandas de grupos de interés que conducen a asumir compromisos de pagos por la empresa. Estos compromisos explicitados, junto a las contingencias registradas, constituyen los pasivos intangibles que condicionan el valor de la empresa. En gran medida, los pasivos intangibles se crean por decisiones irresponsables de las empresas. Los pasivos intangibles afectan al valor de los recursos propios y pueden ser una señal de pérdida de competitividad, reducción de valor de activos intangibles y de reputación.

### PALABRAS CLAVE

Pasivos intangibles, Contingencias, Reputación de la empresa, Activos intangibles.

### 1. Introducción.

El código civil, en su artículo 1.902, dice: *El que por acción y omisión causa daño a otro interviniendo culpa o negligencia, está obligado a reparar el daño causado.* Una empresa responsable, siguiendo la definición que de este término hace el Diccionario de la Legua, ha de poner cuidado o atención en lo que hace o decide, es decir, ha de asumir responsabilidades ante los grupos de interés que la conforman y ante la sociedad. La responsabilidad se ejerce con el cumplimiento de la ley, en el desempeño de la actividad económico-empresarial y financiera, compatibles con la ética de los negocios, y en el cumplimiento de los contratos: principio de integridad.

El valor de la empresa viene fundamentado por sus activos específicos, tanto físicos como los de naturaleza inmaterial o intangible (tecnológicos, comerciales y gerenciales), conformados por su sector de actividad y su localización geográfica, y contrastados en el mercado. Ahora bien, las empresas además de crear o adquirir activos intangibles también pueden generar pasivos de naturaleza intangible.

Una estimación del valor agregado de los activos intangibles viene dada por la diferencia entre el valor de

mercado de la empresa (capitales propios más deuda) y el valor de los activos reales estimados a precios de reposición. Si dicha diferencia es positiva la empresa tiene activos intangibles, valorados por el mercado de capitales fundamentado en información pública relevante. Si la diferencia es negativa, se puede interpretar como un fondo de comercio negativo, como reflejo del menor valor de los capitales propios y también como menor valor de los activos intangibles (pérdida de competitividad) reflejado en el desempeño empresarial.

Una empresa puede verse obligada a explicitar deudas de diferente naturaleza a la generada primariamente para financiar activos. Estos pasivos, que hemos denominado intangibles, se pueden producir por negligencias, accidentes y comportamientos irresponsables: malas prácticas, dolo (voluntad maliciosa de engañar a alguien o de incumplir una obligación contraída), soborno, engaño, ocultación deliberada de riesgos, manipulación de información, alteración artificial del valor (de los productos y de la empresa). Estas manifestaciones, si adquieren cierta relevancia, pueden afectar negativamente a la reputación e imagen de la empresa.

La reputación se fundamenta en el reconocimiento y percepción pública de la calidad de las actividades de la empresa. Esta percepción puede ser tanto interna

(empleados, accionistas) como externa a la empresa. Puede entenderse como una percepción colectiva que si es positiva puede ser fuente de rentas económicas (Pfarrer y cols., 2010; Fang, 2005), lo que constituye un incentivo para mantenerla e invertir en su reforzamiento. El comportamiento ético es fuente de reputación y es valorado por los mercados de capitales (Brickley y cols., 2002; Durán y Bajo, 2013).

La creación de filiales en el exterior lleva implícito hacer frente a la distancia institucional y cultural entre país de origen y de destino, y en consecuencia absorber (a través de un proceso de isomorfismo) lo que se ha venido en denominar pasivos de extranjería, ya que en caso contrario las filiales entrarían en situación de desventajas competitivas (Kostova y cols., 2002). Este tipo de pasivos, que pueden calificarse de intangibles, generan costes de aprendizaje y de adaptación y pueden ser asumidos con estrategia y buenas prácticas, facilitando la competitividad. Sin embargo, existen otras fuentes de pasivos intangibles, tanto para empresas domésticas como internacionales. Entendemos que existen pasivos intangibles (1) de la empresa cuando como consecuencia de hechos acaecidos o demandas de terceros se generan obligaciones potenciales o reales de pago, no aseguradas ni cubiertas, ni registradas previamente, y que han de ser reconocidas.

La existencia de contratos ocultos, incompletos o no, al no representar información pública no serán descontados por los mercados de capitales ni por instituciones financieras, y en consecuencia no influirán en el precio de las acciones ni en el valor razonable de la empresa. En síntesis, los contratos ocultos generan pasivos intangibles una vez que se producen demandas de grupos de interés (*stakeholders*) que conllevan compromisos de pagos para la empresa. Estos compromisos explicitados, junto a las contingencias registradas, constituyen los pasivos intangibles que condicionan el valor de la empresa.

## 2. La intangibilidad en la actividad empresarial

La competitividad de la empresa se fundamenta en conocimientos específicos y capacidades incorporadas en activos físicos e intangibles, que configuran lo que denominamos capitales económicos de la empresa. Estos

capitales son, según su naturaleza, de carácter tecnológico (para la producción de bienes y servicios), de tipo comercial (para la distribución, comercialización y venta) y gerencial o directivo (para la planificación estratégica, coordinación y control; gobierno). También se pueden singularizar como activos intangibles la experiencia internacional y la reputación. Frente a los capitales económicos se encuentran los capitales financieros de la empresa estructurados en deuda y recursos propios. La pérdida de valor de los activos específicos de la empresa puede identificarse con pérdida de competitividad, lo que no solo se puede reflejar en un menor valor de los capitales propios, sino que también puede afectar a los pasivos si conlleva obligaciones de pago a terceros.

Efectos ocultos de malas tecnologías o comercialización de productos y servicios de mala calidad, depreciarán el valor de los activos intangibles o evitan su creación. Existen ejemplos de decisiones arriesgadas basadas en mala calidad de productos, en algunos casos con riesgo para la salud, violación de leyes antimonopolio (en países con elevado desarrollo institucional), malas condiciones de trabajo (seguridad, discriminación, trabajo excesivo y escasamente remunerado –explotación–), daño medioambiental (contaminación, degradación del entorno, residuos, comunidades étnicas), localizaciones ineficientes y poco seguras de actividades productivas (al adaptarlas a localizaciones poco exigentes o falta de legislación). Muchos de estos ejemplos están asociados a la corrupción.

Existe corrupción cuando una organización o persona realiza pagos ilegales a un político o funcionario público para obtener beneficios privados. En este caso, los participantes en la transacción corrupta asumen que los intereses particulares están por encima de los intereses de los ciudadanos. Una empresa paga sobornos para mejorar sus ventajas sobre competidores: el coste –la cuantía del soborno–, lógicamente, será inferior a las ganancias privadas que se puedan obtener. El soborno también puede ser visto como un coste de transacción en países con elevado nivel de regulación.

La corrupción puede ser tanto pública (concesión de contratos, proporcionar ventajas fiscales, evitar el cumplimiento de normas, etc.) como privada. La privada se manifiesta cuando una empresa u organización



proporciona a otra de la misma naturaleza ventajas o privilegios fuera de las condiciones de mercado (acuerdos para alterar precios, reparto de mercados...). La corrupción puede tener implicaciones legales y una vez conocida públicamente puede afectar negativamente a la reputación de la empresa, inclusive en países con baja probabilidad de que la corrupción sea castigada. Es más, la percepción de soborno en un país puede no serlo en otro. El soborno es ilegal pero puede ser aceptado en países corruptos, generándose una suerte de *legitimidad ilegal*. En este sentido hay que distinguir la pequeña corrupción (regalos, invitaciones...) de la gran corrupción que produce un grave perjuicio a los ciudadanos y consumidores y en definitiva a la economía del país. Por su naturaleza ilegal y oculta es difícil su cuantificación y anticipación. La corrupción puede tener efectos en el corto y largo plazo. La empresa u organismo que la practica obtiene ventajas pero renuncia a ganancias de eficiencia (Cuervo-Carrunza, 2016). Cuando es pública, los pasivos intangibles generados los paga el contribuyente, el consumidor paga un sobreprecio y una menor calidad y posible pérdida de empleo y de inversión, tanto nacional como extranjera. También los paga la empresa si es penalizada a resarcir el daño causado.

Las acciones o situaciones indicadas en este apartado pueden crear pasivos intangibles diferidos que se podrán explicitar si se produce demanda de grupos de interés. Es decir, todas estas causas, de producirse y exigirse compensaciones por terceros, han de registrarse y formar parte del balance de la empresa. Existe evidencia de malas prácticas, negligencias e irresponsabilidades de empresas multinacionales y domésticas que han causado daños considerables al medio ambiente, a comunidades y a la seguridad en el trabajo especialmente, pero no solo en países menos desarrollados, que han conllevado indemnizaciones de cierta cuantía y que han representado daño a la imagen de las empresas, que para su recomposición hay que realizar importantes inversiones en imagen. En el apartado siguiente haremos referencia a algunos ejemplos de creación de pasivos intangibles.

### 3. Explicitación de pasivos intangibles

Algunos casos ilustran la generación de pasivos intangibles, que se pueden explicitar en contingencias (y

provisiones) o directamente en pasivos registrables, una vez que son conocidos públicamente como resultado de demandas admitidas de grupos de interés. Por ejemplo, malas prácticas y manipulación de precios (tipos de interés y tipos de cambio) que han afectado a índices de referencia (euribor, libor, tabor) y a un mayor nivel de crisis financiera. Los principales bancos estadounidenses han sido penalizados con importantes multas: Bank of America, J. P. Morgan Chase, Goldman Sachs, BNP Paribas. Asimismo, Deutsche Bank fue penalizado por la manipulación del mercado interbancario y de los tipos de cambio, para lo que dotó un fondo de reserva para hacer frente a los procesos legales. Wells Fargo fue penalizado con varios millones de dólares por haber *inventado* unos dos millones de cuentas al consumo. En Europa se multaron con varios millones de dólares a los siguientes bancos: J. P. Morgan (EE.UU.), Credit Agricole (Francia), HSBC (Reino Unido); Deutsche Bank, Barclays, Royal Bank of Scotland and Societe Generale. En 2017, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea sancionó a la banca española por malas prácticas relativas a las cláusulas suelo en los créditos hipotecarios concedidos desde 2009, cuando los índices de los préstamos hipotecarios comenzaron a bajar. Por este motivo y a tenor de sentencias de la justicia española las entidades sancionadas han de compensar a sus clientes.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores, CNBV, de México, impuso una multa, en marzo de 2016 a la multinacional española OHL por un escándalo de corrupción al inflar los costes del proyecto del Estado de México. También fueron multados directivos de esta empresa. Esta situación, junto con no buenos resultados, condujo a la calificación por Moody's de la deuda de OHL como bono basura. En agosto de 2016 un fondo de inversión compró acciones a 14,8 euros. En ese mismo mes y año el precio se situaba en menos de dos euros.

En 2015, *The Transport and Environment Organization*, que representa a cincuenta organizaciones de 26 países europeos, publicó un informe titulado *The Dirty Thirty* sobre treinta modelos de coches *sucios*, en los que se incluían varias marcas conocidas, especialmente Volkswagen. Algunos de estos modelos utilizaban hasta diez veces más del máximo permitido de NO<sub>2</sub>.

El informe señalaba que las empresas habían innovado más para ocultar emisiones que para reducirlas. Volkswagen dotó un cuantioso fondo de reserva, además de enfrentarse al impacto negativo en su reputación (el precio de su acción cayó en más de un 17% en un solo día). Asimismo, Volkswagen dotó otro fondo de reserva para hacer frente a costes legales y compensación a clientes en EE.UU. Recientemente (septiembre de 2017) elevó en varios miles de millones más el coste del denominado *dieselgate*. También accionistas de Volkswagen demandaron compensaciones. Las tres marcas alemanas más emblemáticas (Volkswagen, Daimler y BMW) tienen demandas por engaños en motores trucados. Volkswagen fue nombrada hace unos años una de las empresas más responsables del mundo.

Apple es la empresa más admirada según el índice elaborado por *Fortune*. Sin embargo, la UE exigió el pago de una multa de 13.000 millones de euros debido a los acuerdos fiscales con Irlanda entre 1991 y 2015. Estos acuerdos permitían a Apple atribuir ventas (ficticias) a la *sede central*. El resultado es que se eludieron impuestos sobre la mayoría de los beneficios generados en los diferentes países del mercado interior europeo por las multimillonarias ventas de móviles y de otros productos; los beneficios se contabilizaron en Irlanda. En Irlanda se centralizan las operaciones de filiales situadas en países europeos. Después de la reducción de impuestos en EE.UU., Apple ha decidido pagar unos 38.000 millones de dólares para repatriar beneficios acumulados en el exterior (unos 252.000 millones de dólares; 94% de su efectivo). Apple tiene abiertos expedientes tributarios en varios países. En mayo de 2017 la Comisión Europea impuso una multa de 110 millones de euros a Facebook por proporcionar información *incorrecta o engañosa*. Esta decisión es el resultado de la investigación abierta en 2014 para determinar si la adquisición de WhatsApp vulneraba el libre mercado. La empresa tiene la obligación de proporcionar información correcta. Se pone de manifiesto que en estas situaciones con multinacionales, para ser corregidas, ha de desencadenarse una cierta coevolución institucional a nivel de países y áreas regionales.

Odebrecht, empresa brasileña de construcción, ha protagonizado, según han manifestado los medios de comunicación, el mayor escándalo de sobornos a gobier-

nos y altos funcionarios públicos de América Latina, ascendiendo a varias decenas de millones de dólares. La corrupción ligada a la concesión de obra pública, a cambio de comisiones para políticos y funcionarios, es una señal de sobrecoste de los proyectos (seguramente ya abultado en ausencia de concurrencia), con consecuencias negativas para la economía del país. En esta línea cabe mencionar el caso de España. Son tantos los ejemplos y casos abiertos, que sería difícil realizar un inventario de empresas implicadas en varias comunidades: Madrid, Valencia, Barcelona, etc. A veces se producen sentencias negativas sin penalizaciones económicas para las empresas, seguramente por haber prescrito los delitos. Es decir, los pasivos intangibles latentes derivados de la corrupción que hemos denominado pública, prescriben (por ejemplo Ferrovial en la sentencia sobre el partido Convergencia, en Barcelona) y únicamente son pagados por los ciudadanos del país en cuestión. En algunas causas falladas en contra de personas físicas acusadas, no se ha penalizado económicamente a las empresas implicadas (no se producen pasivos intangibles pero sí daño a la reputación como activo intangible). Según OECD (2017), entre 1999 y 2016 se han sancionado a 443 individuos y a 158 entidades por sobornos en el exterior. En España no ha habido ninguna entidad sancionada, todavía.

Según se refleja en un estudio sobre la provisión para litigios de las empresas del Ibex-35 (González y García, 2017), en 2016 dotaron cerca de doce mil millones de euros en provisiones para hacer frente a los costes asociados a la posible pérdida de litigios domésticos e internacionales que tenían abiertos (2). Este tipo de información reflejado en las cuentas consolidadas puede tener un elevado impacto en la reputación de las empresas cotizadas. Los litigios son tanto de carácter fiscal como de abuso de posición de dominio en el mercado u otras prácticas colusorias, temas medioambientales y de índole laboral, así como por prácticas corruptas. El sector que acumulaba mayores provisiones para litigios es la banca (más de la mitad del total), seguido de petróleo y energía e industria y construcción y, a mayor distancia, servicios de consumo, tecnología y telecomunicaciones y bienes de consumo.

La Agencia Tributaria española en 2017 tenía abiertas inspecciones de Hacienda a veinte de las treinta y cinco

empresas del IBEX. En general se aprecia que la información que aportan en sus memorias anuales no solo es bastante heterogénea sino que en ocasiones es confusa e incompleta. Según se hizo público, diez de estas empresas todavía no se habían adherido al Código de Buenas Prácticas Tributarias que la Agencia puso en marcha en 2010.

Según se informó en algún medio de comunicación, la práctica totalidad de los responsables de las contrataciones de limpieza de basuras de FCC en Barcelona conocían que se mezclaban residuos de distinto tipo –envases con basura orgánica, por ejemplo– para maximizar sus ingresos. El Ayuntamiento de Barcelona abrió un expediente sancionador a FCC, que se concretó en una multa de varios millones de euros por un fraude en la recogida de basuras entre 2013 y 2015. Durante este periodo se falsearon los datos de residuos retirados para hinchar las facturas, facturándose además servicios no prestados.

Recientemente la CNMC ha abierto un expediente sancionador a Gas Natural y Endesa por presunta alteración de precios mayoristas en 2016-2017, que podría concretarse en una multa entre 600.000 euros y seis millones de euros.

#### 4. A modo de conclusiones

El comportamiento deseable (responsable) de la empresa emerge bajo el cumplimiento de las leyes y regulaciones, entorno institucional (reglas del juego normativas y cognitivas) y a través de la autorregulación: códigos de conducta y de buen gobierno y orientación hacia el bien común o general, mediante la creación de riqueza conjunta (valor conjunto) con los grupos de interés (Salas, 2011). La competitividad de la empresa está asociada al nivel de desarrollo del entorno y la mejora de este es función de un cierto equilibrio entre estado, mercado y moral (y desarrollo institucional). En el crecimiento de la concentración de la riqueza (hacia grandes accionistas, directivos, gestores de fondos de inversión, grandes fortunas), del poder económico y de la desigualdad, los incentivos financieros han jugado un papel relevante. La optimización fiscal de las empresas, aun cumpliendo la legislación (elusión fiscal), debilita las políticas redistributivas y facilita la desigualdad. Es decir, el objetivo de la empresa no puede ser en sentido

estricto la maximización del beneficio para los accionistas y directivos minimizando costes y aumentando márgenes en condiciones creadas de poder de mercado.

La existencia de contratos ocultos, implícitos o asumidos, derivados de malas prácticas o negligencias crean pasivos intangibles latentes, que podrán hacerse explícitos cuando, debido a demandas de grupos de interés o por acontecimientos más o menos súbitos, se creen obligaciones de pago para la empresa. También se producen cuando se conozca la existencia de contingencias, no anticipadas ni cubiertas. Las contingencias pueden surgir como resultado de malas prácticas o de acciones/actividades equivocadas. Decisiones irresponsables crean pasivos intangibles que tienen que ser asumidos por la propia empresa y reflejado en su valor económico, y cuando generan externalidades negativas son asumidos por la economía y por la sociedad.

Cuando pasivos ocultos emergen y se registran contingencias para soportar (garantizar) pagos futuros a terceros (penalizaciones, compensaciones, etc.), cabe esperar unas pérdidas de valor de los activos intangibles a través de pérdida de reputación. Si se percibe la existencia de pasivos intangibles potenciales, cuando sean demandados por terceros, habrán de reflejarse en el valor razonable de la empresa, en caso de estimarse, así como teóricamente en el correspondiente precio de la acción pasivos intangibles ocultos sobrevaloran los capitales propios.

Una elevada reputación puede verse como un activo neutralizador en la generación de pasivos intangibles debido al coste de oportunidad que representa para la empresa perder reputación. Al mismo tiempo, cabe esperar que empresas con escasa reputación pueden ser potenciales generadoras de pasivos intangibles. También hemos visto que una elevada reputación con buena imagen de responsabilidad social y medioambiental no evita la generación de pasivos intangibles cuando se conoce de la existencia de decisiones irresponsables (contratos y malas prácticas ocultas).

#### NOTAS

- (1) El primer artículo sobre pasivos intangibles fue publicado por los profesores Harvey y Lusch en 1999. Una década después fue tratado parcialmente el tema desde una perspectiva contable

por García-Parra y cols. (2009), quienes en una revisión de la literatura identificaron que seis autores habían tratado el tema de pasivos intangibles como manifestación de la depreciación de los activos intangibles.

- (2) Varias de estas empresas no han proporcionado información sobre litigios y provisiones como: Abertis y Mapfre. Otras como Telefónica, Grifols y Colonial afirman tener litigios pero no cuánto han provisionado para ellos.

## BIBLIOGRAFÍA

- Brickley, J. A.; Smith, Jr., C.W. y Zimmerman, J. L. (2002), «Business ethics and organizational architecture», *Journal of Banking and Finance*, 26(9), págs. 1821-1835.
- Cuervo-Carrunza, A. (2016), «Corruption in international business», *Journal of World Business*, vol. 51, págs. 35-49
- Durán, J. J. y Bajo, N. (2012), «Institutions as determinant factors of corporate responsibility strategies of multinational firms», *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, págs. xxxx.
- Harvey, M. G. y Lusch, R. F. (1999), «Balancing the intellectual capital books: intangible liabilities», *European Management Journal*, vol. 17, núm. 1, febrero, págs. 85-92.
- Fang, L. H. (2005), «Investment bank reputation and the price and quality of underwriting services», *The Journal of Finance*, 60(6), págs. 2729-2761.
- García-Parra, M.; Simo, P.; Sallan, J. M. y Mundet, J. (2009), «Intangible Liabilities: beyond models of intellectual assets», *Management Decision*, vol. 47, núm. 5, págs. 819-830.
- Kostova, T. y Roth, K. (2002), «Adoption of an organizational practice by subsidiaries of multinational corporations: institutional and relational effects», *Academy of Management Journal*, 45, 1, págs. 215-233.
- González, L. y García, A. (2017), *Análisis de la provisión para litigios en empresas del Ibex 35*, Llorente y Cuenca, Madrid.
- OECD Working Group on Bribery (2017), «2016 Data on Enforcement of the Anti-Bribery Convention. Special focus on international cooperation», noviembre.
- Pfarrer, M. D.; Pollock, T. G. y Rindova, V. P. (2010), «A tale of two assets: The effects from reputation and celebrity on earnings and investors' reactions», *Academy of Management Journal*, 53 (5), págs. 1131-1152.
- Salas Fumás, V. (2011), «Responsabilidad Social Corporativa (RSC) y creación de valor compartido. La RSC según Michael Porter y Mark Kramer», *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, vol. 3, núm. 3 (septiembre-diciembre), págs. 15-40.

## EL RESURGIR DEL SECTOR INMOBILIARIO

**Julián Salcedo Gómez**

*Coordinador del Foro de Economistas Inmobiliarios. Colegio de Economistas de Madrid*

### RESUMEN

El año 2017 ha sido el del despegue definitivo del sector inmobiliario en España, después de la larga crisis sufrida tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, hace una década. Si, entre 2008 y 2013 tuvo lugar la reestructuración del sector, con un fuerte ajuste de precios y la reducción del número de operaciones hasta mínimos históricos, en 2014 el sector se estabilizó y comenzó un suave crecimiento a partir de 2015, que se ha traducido en 2017 en fuertes subidas, especialmente en el segmento residencial, fundamentalmente en las grandes ciudades, debido a la fortaleza de la demanda y a la escasa oferta existente. Y si nada lo trunca, en 2018 se mantendrá la tendencia alcista.

### PALABRAS CLAVE

Despegue, Burbuja inmobiliaria, Reestructuración, Saneamiento, Ajuste de precios, Estabilización, Fortaleza de la demanda, Escasez de oferta, Tendencia alcista.

### 1. Introducción

El sector inmobiliario, junto con el de la construcción, ha tenido históricamente una contribución significativa en el crecimiento de la economía española, especialmente notable durante la etapa de auge que tuvo lugar entre 2001 y 2008, antes de la crisis del sector financiero y del estallido de la burbuja inmobiliaria.

Entre 1998 y 2007, la contribución directa de la construcción y la actividad inmobiliaria al crecimiento económico (*Valor Añadido Bruto*), el empleo y la *Formación Bruta de Capital Fijo* fue, en promedio anual, superior al 20%, y si se considera el efecto arrastre de los sectores ligados a ellas, se eleva hasta el 35%. Entre 2008 y 2014 se produjo una fortísima caída de la actividad, y desde 2015 ha venido creciendo suavemente hasta representar en la actualidad algo menos del 6%, tanto del PIB como de la ocupación.

La actividad de promoción inmobiliaria agrupa a un total de 170.668 empresas, en su mayoría pymes sin asalariados (el 71%), que generan una facturación anual de 9.786.992.475 euros, según el *ranking* de *El Economista*, si bien la cifra de negocio de la primera tan solo supone el 4,56% del total y la del conjunto de las diez primeras el 12,60%, lo que da una idea de

la atomización del sector y del tamaño de las empresas que lo forman.

La última crisis ha tenido efectos positivos para el sector inmobiliario, que ha debido acometer una reestructuración forzosa, en tamaño y en ajuste de precios, a todas luces sobrevalorados, como lo prueba que cayeran entre un 35 y un 50% según productos y zonas. Tras el ajuste vino la estabilización, más larga e intensa de lo deseado, pero absolutamente necesaria, para dar paso a un sector más reducido, más profesionalizado y menos endeudado, menos dependiente de la financiación ajena, en particular la bancaria.

### 2. El sector residencial

El segmento residencial, la vivienda, es el que realmente determina la situación del sector inmobiliario. En España, con un parque de 25.492.335 viviendas, para una población de 46.445.828 habitantes y 18.406.100 hogares, la vivienda constituye un objeto de deseo, además de una necesidad, para la inmensa mayoría de la población, con una demanda que supera varias veces a la oferta, si bien en buena medida se trata de una demanda insolvente, pues son bien conocidas las dificultades de acceso a la vivienda para amplias capas de la población, en particular para los jóvenes y las de primer acceso.

Son dos las diferencias significativas en materia de vivienda que tiene España con otros países de la UE: por un lado la proporción entre viviendas principales (19.113.128 unidades) y viviendas secundarias (6.379.207 unidades), que representan una cuarta parte del total de las existentes, y por otro el porcentaje de viviendas en propiedad, el 77,6%, frente a una media del 69,5% en el conjunto de la UE, muy lejos de Alemania (51,9%) o Reino Unido (63,5%).

Es por ello que se dice que *España es un país de propietarios y que la insuficiencia de un parque de viviendas en alquiler supone un lastre para el mercado de trabajo*, al dificultar la movilidad laboral, absolutamente necesaria para ajustar la oferta y la demanda de empleo en determinadas zonas o épocas del año, en una economía como la española, fuertemente influenciada por la estacionalidad.

Las cifras de producción y venta de viviendas se encuentran aún muy lejos de los máximos alcanzados en los años previos a la crisis, pero las estimaciones para 2017 demuestran que la recuperación es un hecho y que su consolidación tendrá lugar en los próximos años, entre 2018 y 2020, en que la producción anual se situará en el entorno de las 150.000 unidades, cifra en la que existe un consenso generalizado entre los agentes del sector que debería constituir el mínimo razonable para cubrir la demanda sin provocar tensiones

al alza sobre los precios de la vivienda y, lo que es más importante, en el precio del suelo, la materia prima imprescindible para los desarrollos inmobiliarios (gráfico 1).

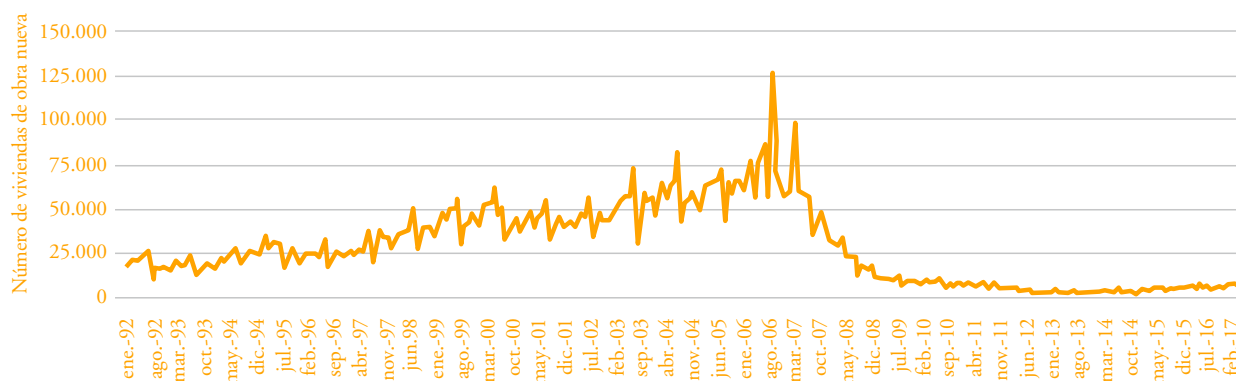
Si en el año 2006, que marcó el máximo histórico, las compraventas de vivienda ascendieron a 955.186 unidades, de las que 410.192 fueron nuevas (el 42,94%), y el número de visados de obra nueva ascendió a 865.561 viviendas, ha tenido que transcurrir una década para que en 2017 nos aproximemos a las 500.000 viviendas vendidas y a los 80.000 visados, cifras como puede verse que apenas superan el 50% de compraventas y no llegan al 10% de visados desde máximos.

Algunas puntualizaciones son necesarias para conocer mejor la situación del segmento residencial:

- Las dos terceras partes de las compraventas totales se concentran en cuatro comunidades autónomas: Andalucía el 18,5%, Cataluña el 16,7%, Comunidad Valenciana el 14,8% y Madrid el 14,7%.
- No llegan al 10% del total las compraventas de viviendas nuevas, de forma que la mayoría de las transacciones son de viviendas usadas.
- Las transmisiones de viviendas que cuentan con algún tipo de protección pública apenas superan el 11% del total de compraventas de viviendas de obra nueva.

## Gráfico 1

### Evolución de los visados de viviendas de obra nueva (de 1992 a abril de 2017)



Fuente: Ministerio de Fomento e Idealista.

d) El precio medio de la vivienda nueva en capitales de provincia al cierre de 2017, según estimaciones de Sociedad de Tasación, se sitúa en 2.227 euros/m<sup>2</sup>, lo que supone un incremento del 5% respecto de 2016 y confirma la tendencia al alza, aproximándose de forma paulatina a los niveles precrisis (2.905 euros/m<sup>2</sup> en 2007), que se alcanzarían a finales de 2018 o todo lo más en 2019 (gráfico 2).

e) El precio medio distorsiona la información, pues en el resto de ciudades baja hasta los 1.580 euros/m<sup>2</sup>, registrando un incremento del 1,6% respecto de 2016. Por comunidades autónomas el recorrido oscila desde un máximo de 3.452 euros/m<sup>2</sup> en Cataluña, hasta un mínimo de 1.148 euros/m<sup>2</sup> en Extremadura, pasando por los 3.167 euros/m<sup>2</sup> en Madrid.

f) Estas diferencias en los precios de compraventa se observan no solo entre ciudades grandes y pequeñas, sino también dentro de una misma ciudad, donde existen *zonas sobrecalentadas* en las que los precios han subido en 2017 por encima del 15%, alertando del riesgo de *mini* o *microburbujas*, con mercados a distintas velocidades, según el producto y la zona de que se trate.

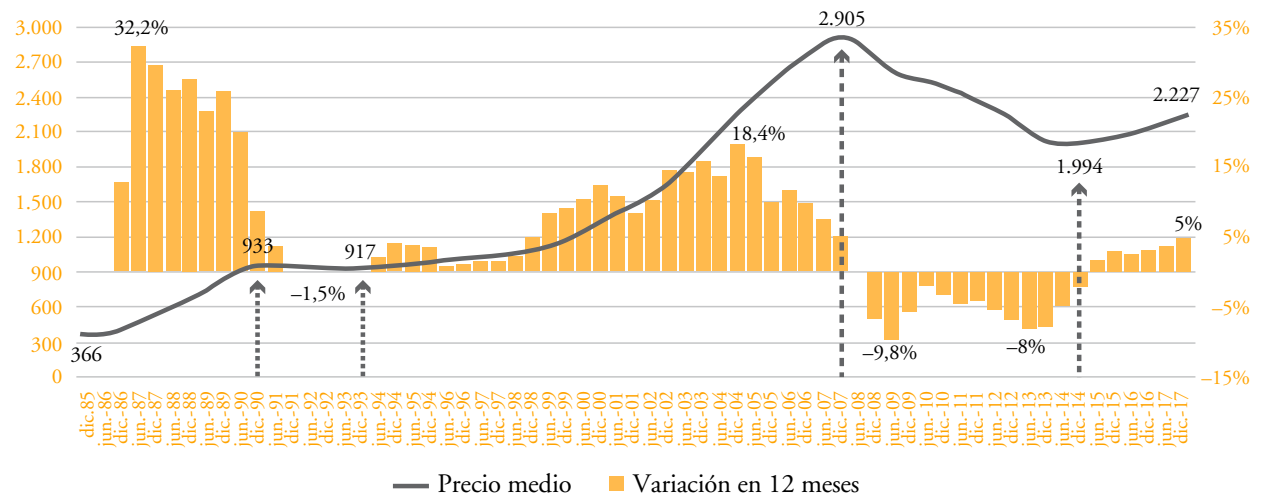
g) El esfuerzo para la adquisición de una vivienda, en términos de años de salario bruto, al cierre de 2017,

requería 7,6 anualidades, muy lejos de los 13,7 que se necesitaban en 2006, el máximo del ciclo anterior, pero también muy lejos de los 5,0 que consideran los estándares internacionales.

Pero, si en 2008 tuvimos que enfrentarnos a la dura realidad de que España sufría una burbuja inmobiliaria, en 2017 hemos asistido a un incremento tan espectacular del precio de los alquileres de viviendas que permite decir que ha sido el *año del alquiler*. En efecto, el informe elaborado por Idealista, el primer portal inmobiliario español, refleja que ha subido el 18,4% respecto de 2016, con subidas en todas las capitales con las únicas excepciones de Cáceres y Cataluña, que habría registrado una ligera disminución del 2,4%, en parte debido a la incertidumbre política existente.

Entre las razones que explicarían este fortísimo aumento de las rentas por alquiler de viviendas se encuentran las dos siguientes: la rentabilidad directa, tradicionalmente una de las más bajas, se situaba en niveles de entre el 3 y el 4,5%, dependiendo de la tipología y ubicación de la vivienda, mientras que en 2017 la rentabilidad directa por alquiler ha alcanzado tasas de entre el 8 y el 10%.

**Gráfico 2**  
**Evolución del precio de la vivienda nueva y variaciones anuales**  
 (Euros/m<sup>2</sup> construido)



Fuente: Sociedad de Tasación.

La otra razón, no menos importante, deriva de los denominados *alquileres para uso turístico*, que se han impuesto sobre todo en las grandes ciudades, y especialmente en el centro histórico, suponiendo una alternativa para los turistas ocasionales y una fuente de rentabilidad para los propietarios, que ven cómo duplican e incluso triplican sus ingresos si utilizan esta modalidad frente al alquiler tradicional, dando lugar a un proceso que ha venido en denominarse *gentrificación* y que ha movilizó a los ayuntamientos y comunidades autónomas para tratar de regular esta actividad que, en buena medida, escapa a su control, limitando la duración de los alojamientos, entre otras medidas.

### 3. Inversión no residencial

La inversión en inmuebles no residenciales ha tenido un comportamiento asimétrico durante 2017, para cerrar en una cifra cercana a los 11.900 millones de euros (13.989 millones si se computa la inversión en activos residenciales), registrando incrementos en todos los segmentos de mercado, a excepción de las oficinas, que sufrieron un descenso del 20% respecto de 2016. Las operaciones se ralentizaron en el tercer trimestre y especialmente en el cuarto, poniendo de manifiesto lo que algunos expertos y las previsiones del Gobierno y los principales organismos internacionales pronostican: la desaceleración de la economía española en 2018 y 2019, después de tres años de crecimiento

del PIB por encima del 3%, frente a una previsión del 2,4% en 2018 y del 2,1% en 2019 (gráfico 3).

El producto que atrajo mayor volumen de inversión fue el *retail*, con 3.909 millones, seguido por los hoteles con 3.875 millones, oficinas con 2.210 millones, logístico con 1.353 millones, y otros productos alternativos, como son las residencias de estudiantes, que alcanzaron los 561 millones de euros de inversión, diez veces más que en 2016. La cifra final debe considerarse de forma muy positiva, por cuanto las cifras obtenidas en 2015 y 2016 respondían a un periodo de precios históricamente bajos de los inmuebles destinados a la inversión, que procuraban elevadas rentabilidades a los inversores, mayoritariamente extranjeros –*fondos oportunistas*–, atraídos por un sector paralizado desde hacía varios años. A medida que van desapareciendo las oportunidades, se transforma el panorama, retirándose aquellos y dando paso a otro tipo de fondos, los denominados *valor añadido*, que paulatinamente preceden a los *core* y *core plus*, clasificación que se corresponde con los niveles de riesgo y rentabilidad (TIR) que asumen.

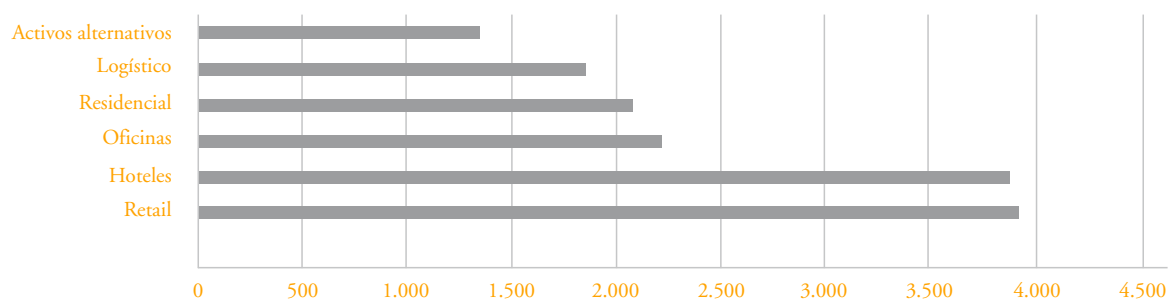
### 4. Fondos de inversión extranjeros

Los fondos de inversión internacionales han sido los grandes dinamizadores del mercado inmobiliario español en 2017, junto a las SOCIMI, al haber puesto precio y adquirido las carteras de deuda con colateral inmobiliario de las entidades financieras, contribuyen-

#### Gráfico 3

#### Inversión por segmento inmobiliario en 2017

(Millones de euros)



Fuente: JLL.



do al saneamiento del sector financiero, habiéndose convertido en los impulsores de la nueva generación de promotores inmobiliarios, que han transformado por completo el sector, aportando capital, transparencia y profesionalización al sector.

El último cálculo disponible aproxima el valor bruto contable de las transacciones realizadas en 2017 a la cifra de 60.000 millones de euros, casi triplicando los 22.000 millones alcanzados en 2016. La principal operación cerrada en España y en Europa en 2017 fue realizada por el fondo de inversión estadounidense *Blackstone*, adquiriendo a *Banco Santander* por 5.100 millones de euros el 51% de todos los activos tóxicos de *Banco Popular*, con un valor bruto de 30.000 millones de euros.

La otra gran operación fue protagonizada por el también fondo de inversión estadounidense *Cerberus*, al adquirir por 4.000 millones de euros la sociedad inmobiliaria *Anida* y otros activos propiedad de BBVA, con un valor bruto de 13.000 millones de euros.

Las entidades financieras luchan por deshacerse de los activos inmobiliarios tóxicos, pero no lo hacen de forma completa y definitiva, pues deciden mantener unas participaciones significativas de control en las nuevas entidades que se crean, sin duda porque confían en que a medio plazo las inversiones inmobiliarias volverán a procurarles elevadas rentabilidades.

En conjunto, los fondos internacionales presentes en España son propietarios de 80.000 viviendas, y el mercado ya descuenta su próxima puesta en el mercado de alquiler, habida cuenta que en su mayoría cuentan con excelentes localizaciones, en las grandes ciudades y en zonas de gran afluencia turística, lo que les permitirá rentabilizar su inversión en los próximos años.

### 5. Vehículos de inversión inmobiliaria: las SOCIMI

También 2017 ha sido el año de las SOCIMI –*Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario*–, la versión española de los REIT –*Real Estate Investment Trust*–, vehículos de inversión nacidos en Estados Unidos en la década de 1960, posteriormente trasladados a Europa.

Las SOCIMI fueron creadas en España mediante la Ley 11/2009, con la finalidad de impulsar nuevos modelos de inversión en el sector inmobiliario, para inmuebles destinados al alquiler, pero tuvo que ser reformada mediante la Ley 16/2012, debido a que en sus tres primeros años de existencia su acogida fue nula, no habiéndose creado ninguna sociedad al amparo de la nueva figura.

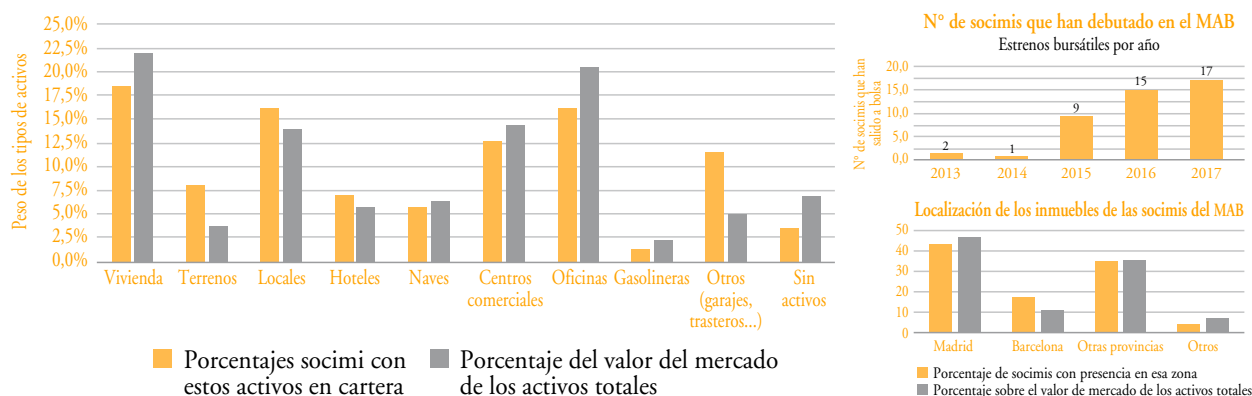
Tras las modificaciones introducidas en 2012, sus importantes ventajas fiscales han atraído a los inversores, y desde 2013, año de la primera salida a bolsa en el MAB –*Mercado Alternativo Bursátil*– de una SOCIMI, su número no ha dejado de crecer, hasta alcanzar en 2017 la cifra de 47 SOCIMI cotizadas en el MAB (17 incorporadas en 2017), más otras cinco que cotizan en la Bolsa de Madrid, tres en el mercado continuo y dos en el IBEX-35.

Los retos más importantes que tienen por delante son llegar al inversor particular, puesto que todavía hoy su número de accionistas es muy reducido, así como ganar liquidez, debido a lo estrecho del mercado, ya que los pequeños y medianos inversores prefieren hacerlo de forma directa, en lugar de a través de un vehículo colectivo, como son las SOCIMI, que permite diversificar las inversiones y diluir los riesgos, a la vez que recibir dividendos regularmente y dotar de liquidez a sus inversiones en activos, por definición, ilíquidos. Probablemente sea así por desconocimiento de su funcionamiento y por una falta de confianza generalizada.

Aunque en un principio las SOCIMI invertían en todo tipo de inmuebles aptos, con el tiempo han ido orientándose hacia la especialización, sobre todo las grandes cotizadas en el mercado continuo y el IBEX. Así, *Merlin Properties e Inmobiliaria Colonial* están centradas en oficinas, como también lo está *Axiare Patrimonio*, en proceso de ser opada por *Inmobiliaria Colonial*, mientras que las dos restantes lo están en hoteles, *Hispania Activos Inmobiliarios*, y en centros comerciales, *Lar España*. Este mismo proceso de especialización se está observando en el MAB, donde ya existen SOCIMI centradas en el segmento de residencias de estudiantes o gasolineras, además de estarlo en los más tradicionales, como viviendas, oficinas u hoteles (gráfico 4).

Gráfico 4

## Tipos de activos inmobiliarios de las SOCIMI del MAB



Fuente: Armabex.

Habida cuenta que las primeras SOCIMI se constituyeron en 2013, que desde entonces han realizado un notable esfuerzo inversor aprovechando las oportunidades que existían en el mercado, y que han de transcurrir un mínimo de tres años desde la adquisición de los inmuebles hasta su venta, han acelerado en 2017, aprovechando la mejoría del mercado, la desinversión en activos no estratégicos, para centrarse en aquellos que forman parte de sus carteras especializadas, y es previsible que en 2018 veamos más operaciones de desinversión que de nuevas adquisiciones, para materializar plusvalías y repartir dividendos entre sus accionistas, además de operaciones corporativas para ganar crecimiento no orgánico.

## 6. Conclusiones

a) El saneamiento del sector inmobiliario español está concluido, tras la desaparición de los promotores tradicionales que han dado paso a unos nuevos actores, mucho más profesionalizados, adecuadamente capitalizados y con un componente más financiero frente al modelo anterior, basado fundamentalmente en la experiencia acumulada y la intuición.

b) La crisis ha dado lugar a un proceso de selección y concentración empresarial, con un cierto riesgo de funcionamiento oligopolístico en la oferta, pese a ello el sector sigue estando muy atomizado y mayoritariamente compuesto por pymes y sociedades sin actividad.

c) Los nuevos promotores aportan rigor y transparencia a un sector precisamente caracterizado por su falta y las entidades financieras han actualizado sus políticas de concesión de préstamos para evitar incurrir en situaciones similares a las sufridas en el ciclo anterior.

d) Los economistas debemos ser parte imprescindible en el sector inmobiliario, para contribuir a mejorar la gestión, formación, investigación y análisis. En 2017 el Colegio de Economistas de Madrid puso en marcha el *Foro de Economistas Inmobiliarios*, configurándose como un foro de reflexión y debate de referencia en el sector.

e) Resulta absolutamente necesario que las administraciones públicas simplifiquen los trámites urbanísticos y agilicen el proceso de concesión de licencias y autorizaciones, que suponen una carga muy importante para los promotores, en ocasiones inviabilizando los desarrollos. Y, por supuesto, facilitando la puesta de suelo en el mercado, el factor que más influencia tiene sobre el precio final de la vivienda.

f) Igualmente importante resulta reducir la tributación que actualmente grava las operaciones inmobiliarias que, en conjunto, pueden suponer el 25% del precio total de una vivienda, entre impuestos locales, autonómicos y estatales.



# ECONOMÍA REGIONAL

**Coordinador**

**José M<sup>a</sup> Rotellar**

*Miembro del Consejo de Redacción  
de la revista «Economistas»*

# LA ECONOMÍA MADRILEÑA

**Pedro Cortiñas Vázquez**

*Doctor en Economía. Profesor de Economía Aplicada*

**Cristina Sánchez Figueroa**

*Doctora en Economía. Profesora de Economía Aplicada*

## RESUMEN

El presente artículo analiza la evolución de la economía madrileña en el año 2017. Un año marcado en España y el mundo por los devenires políticos, que han condicionado la actualidad mediática y puesto en riesgo el buen comportamiento de la economía tanto internacional como nacional en su conjunto. Así y en medio de las muchas incertidumbres, al igual que en años precedentes, la Comunidad de Madrid ha mostrado sus fortalezas, basadas principalmente en los sólidos cimientos de su economía, la fortaleza de su tejido empresarial y el buen hacer de las instituciones, lo que le está llevando a ser la primera economía nacional, incluso por delante de Cataluña.

En primer lugar comparamos la situación de la economía en la Comunidad de Madrid con respecto al resto de España, utilizando los datos de las fuentes estadísticas oficiales. Es importante resaltar que pese al considerable impacto de la crisis económica en la economía nacional y regional, la economía madrileña ha mantenido posiciones muy destacadas en indicadores de gran relevancia, como la renta per cápita, la productividad o el nivel de empleo.

En general y como resumen previo, podemos destacar que los datos muestran que el año 2017 ha supuesto la consolidación del crecimiento de la economía madrileña, y así como en años previos hablábamos de recuperación, ahora ya hay que hablar de un crecimiento consolidado, constante y con perspectivas de mantenerse en el futuro, siendo la economía madrileña la locomotora de la economía nacional.

## PALABRAS CLAVE

Producto interior bruto, Empleo, Indicadores económicos.

### 1. Estado del arte de la economía madrileña

Así como en años anteriores decíamos que la economía madrileña había mostrado al conjunto de España un dinamismo y una capacidad de adaptación a circunstancias adversas ejemplar, ahora podemos hablar de que la economía madrileña le está aportando al conjunto nacional un valor muy importante en estos momentos, que es la estabilidad, la consolidación y el equilibrio, todo ello se podría resumir como seguridad y confianza, y así se ve en el exterior, como lo demuestran las cifras de inversión extranjera, esta confianza de los mercados hace que pese a lo que está ocurriendo en otras regiones, esta incertidumbre no se traslade al conjunto de la nación y es justo ese papel de *cortafuegos* el que está liderando la Comunidad de Madrid con recetas tan básicas como la sensatez, el buen hacer y el trabajo de todos los agentes económicos y políticos de la comunidad. Este comportamiento viene refrendado

por los últimos datos macroeconómicos disponibles en el Instituto Nacional de Estadística (cuadro 1), donde se observa cómo la Comunidad de Madrid es la región española que más ha crecido en el periodo 2010/2016 con un crecimiento medio del 1% frente al 0,4% nacional o el crecimiento medio de regiones tan importantes como Cataluña, con un 0,5%, o Andalucía, con un 0,1%, las dos regiones que han seguido de cerca a Madrid son Baleares y Murcia, ambas con crecimientos del 0,9%. Según dicha fuente, el crecimiento en el año 2016 para la Comunidad de Madrid fue un 3,6% una décima más que en 2015 (3,5%) mientras que el crecimiento del conjunto de España fue de un 3,3%. Estas cifras muestran que el trabajo de base que tenía hecho la Comunidad de Madrid ha funcionado, o lo que es lo mismo, los cimientos económicos sobre los que sustenta su economía han permitido a la región sobrellevar la crisis de manera óptima y mantener el rit-

**Cuadro 1****Tasa de variación interanual del PIB por regiones**

	<b>Crecimiento medio 2016(A)/2010</b>	<b>Crecimiento 2016(A)/2015(P)</b>
Andalucía	0,1%	2,8%
Aragón	-0,1%	2,7%
Asturias, Principado de	-0,9%	1,8%
Baleares, Illes	0,9%	3,8%
Canarias	0,2%	3,0%
Cantabria	-0,5%	2,4%
Castilla y León	-0,1%	3,6%
Castilla-La Mancha	-0,4%	3,5%
Cataluña	0,5%	3,6%
Comunitat Valenciana	0,2%	3,5%
Extremadura	-0,2%	2,3%
Galicia	0,3%	3,6%
Madrid, Comunidad de	1,0%	3,6%
Murcia, Región de	0,9%	3,2%
Navarra, Comunidad Foral de	0,7%	3,1%
País Vasco	0,6%	2,9%
Rioja, La	-0,7%	1,0%
Ceuta	0,3%	1,6%
Melilla	0,6%	1,7%
<b>Total nacional</b>	<b>0,4%</b>	<b>3,3%</b>

P (Estimación provisional), A (Estimación avance).

Fuente: Contabilidad Regional del INE.

mo de crecimiento tanto en la salida de la crisis como en la actual etapa de consolidación.

En el cuadro 2 se puede ver que la Comunidad de Madrid ha incrementado su PIB per cápita desde el inicio de la crisis muy por encima del conjunto nacional, siendo su incremento relativo de 3,8 puntos porcentuales, solo seguida por el País Vasco, con un incremento de 3,3, y Cataluña, con 3,0 puntos, aunque las situaciones son muy diferentes en dichas comunidades pues mientras

que Madrid en este periodo incrementa su población en alrededor de 162,4/1.000 personas el País Vasco ve reducida su población en unas 1.700 personas y Cataluña solo incrementa su población en 38,9/1.000 personas. En 2008, año de inicio de la crisis, la Comunidad de Madrid era la región con mayor renta per cápita de España, con un valor de 32.155 euros frente a los 24.275 euros del conjunto nacional, lo que suponía una posición relativa de un 132,5%. En el año 2016 la posición

**Cuadro 2****Evolución de la posición relativa del PIB per cápita 2008-2016**

	2008	2016	Evolución de la posición relativa
Andalucía	76,7%	73,9%	-2,8%
Aragón	109,8%	108,4%	-1,4%
Asturias, Principado de	92,0%	86,6%	-5,4%
Balears, Illes	105,9%	104,1%	-1,9%
Canarias	87,3%	82,3%	-5,0%
Cantabria	94,1%	89,6%	-4,5%
Castilla y León	92,4%	94,4%	2,0%
Castilla-La Mancha	81,1%	78,3%	-2,9%
Cataluña	116,7%	119,7%	3,0%
Comunitat Valenciana	90,1%	88,2%	-2,0%
Extremadura	68,5%	68,8%	0,2%
Galicia	87,4%	89,5%	2,0%
Madrid, Comunidad de	132,5%	136,3%	3,8%
Murcia, Región de	83,9%	82,5%	-1,4%
Navarra, Comunidad Foral de	124,1%	124,6%	0,5%
País Vasco	128,7%	132,0%	3,3%
Rioja, La	107,1%	105,1%	-1,9%
Ceuta	85,5%	79,8%	-5,8%
Melilla	80,5%	73,0%	-7,5%
<b>Total Nacional</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del PIB per cápita del INE.

relativa de la Comunidad de Madrid frente al conjunto nacional fue de 136,3%.

Un año más, podemos destacar la capacidad de reacción del tejido empresarial madrileño favorecido por el entorno económico que se ha facilitado en la comunidad, con medidas orientadas a favorecer la competitividad y a restringir inelasticidades, lo que ha permitido una mejor adaptación de la oferta a los excepcionales escenarios de demanda que se han dado durante la crisis y han permitido a su vez generar un efecto de confianza que ha deri-

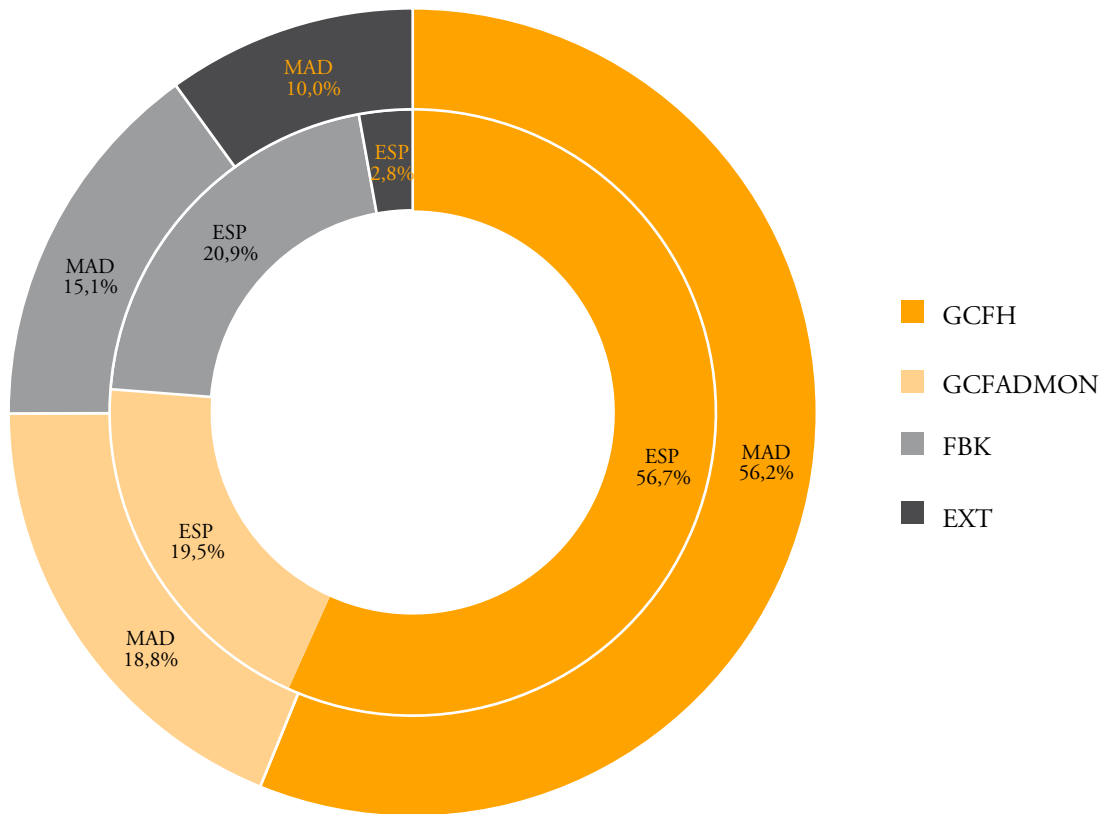
vado en la atracción de inversiones y en la consolidación de la recuperación económica.

A partir de los datos de 2017, de la Contabilidad Trimestral del INE y de la Contabilidad Trimestral de la Comunidad de Madrid, vamos a observar la composición relativa del PIB.

Por el lado de la demanda (gráfico 1), observamos que se da un comportamiento bastante similar entre España y la Comunidad de Madrid. No obstante, sí se aprecian

**Gráfico 1**

**Aportación al PIB por el lado de la demanda. Comunidad de Madrid-España, año 2017**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Contabilidad Nacional del INE y de la Contabilidad Regional de la Comunidad de Madrid. Año 2016.

variaciones en cuanto al peso de la demanda interior, con valores mayores en España que en la Comunidad de Madrid. El sector exterior (EXT) en la Comunidad de Madrid tiene una aportación en términos porcentuales sobre el PIB de un 10% frente al 2,8% del conjunto de España, debido al efecto del comercio interregional. Es conveniente recordar que en términos de aportación al PIB el sector exterior se calcula como el saldo de la diferencia entre exportaciones e importaciones.

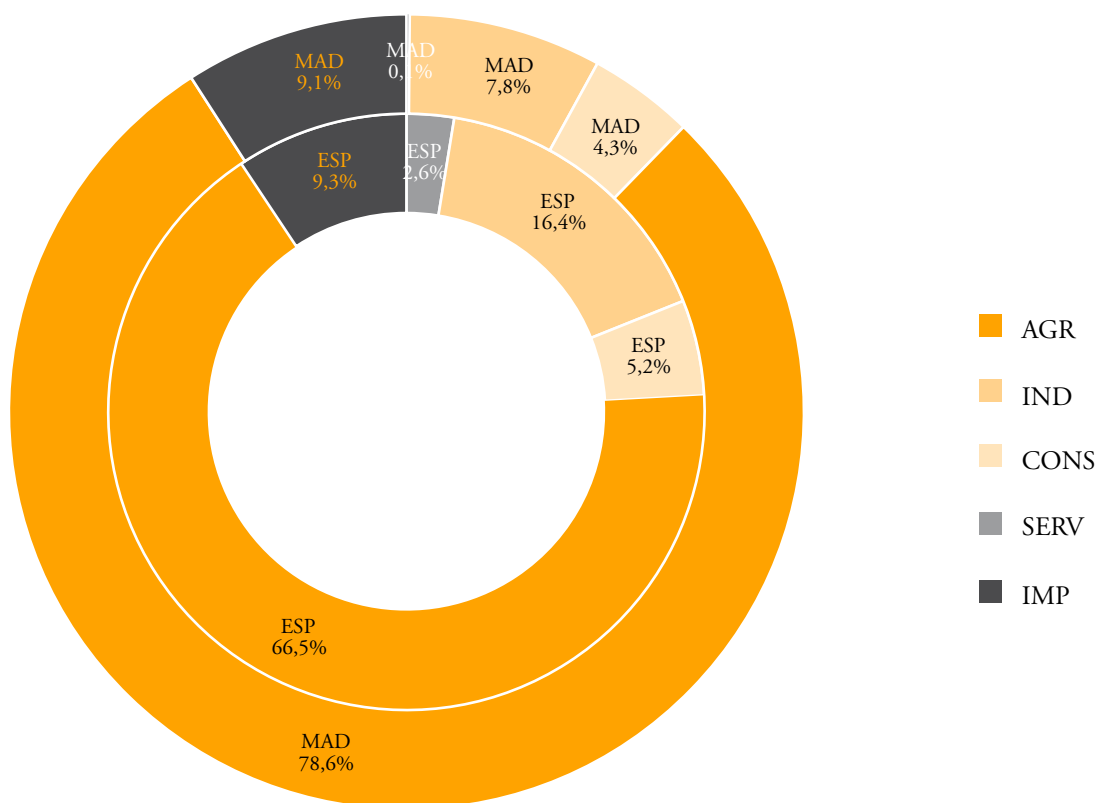
El gráfico 2 muestra la aportación al PIB por el lado de la oferta, en este caso los datos del análisis sectorial muestran diferencias obvias entre la Comunidad de Madrid y España. Las diferencias más importantes están en el mayor peso del sector servicios y la menor aportación al PIB del sector industrial. Los datos indican que la aportación al PIB del sector servicios en la Comunidad de Madrid es de un 78,6% frente a un 66,5% en el conjunto nacional,

y para la aportación del sector industrial es de tan solo un 7,8% frente al 16,4% del conjunto nacional.

Analizando el empleo medido en términos de encuesta de población activa, vemos que Madrid, con un 13,8% de la población mayor de 16 años tiene un 14,7% de activos, un 15,5% ocupados, tan solo un 11,1% de la población en paro y un 12,5% de la población inactiva. En el mercado laboral femenino, la Comunidad de Madrid muestra unos datos muy alentadores, así con un 14,1% de las mujeres en edad de trabajar, la Comunidad de Madrid concentra un 15,3% de las mujeres activas, el 16,4% de las ocupadas, un 10,9% de las mujeres en paro y el 12,8% de las mujeres inactivas. Posibilitando unos datos muy favorables en términos igualdad, así mientras que en la Comunidad de Madrid el 48,2% de las personas ocupadas son mujeres en el resto del Estado esta cifra es de un 44,9%.

Gráfico 2

Aportación al PIB por el lado de la oferta. Comunidad de Madrid-España, año 2017



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Contabilidad Nacional del INE y de la Contabilidad Regional de la Comunidad de Madrid. Año 2017.

## 2. Evolución de la economía madrileña en el año 2017

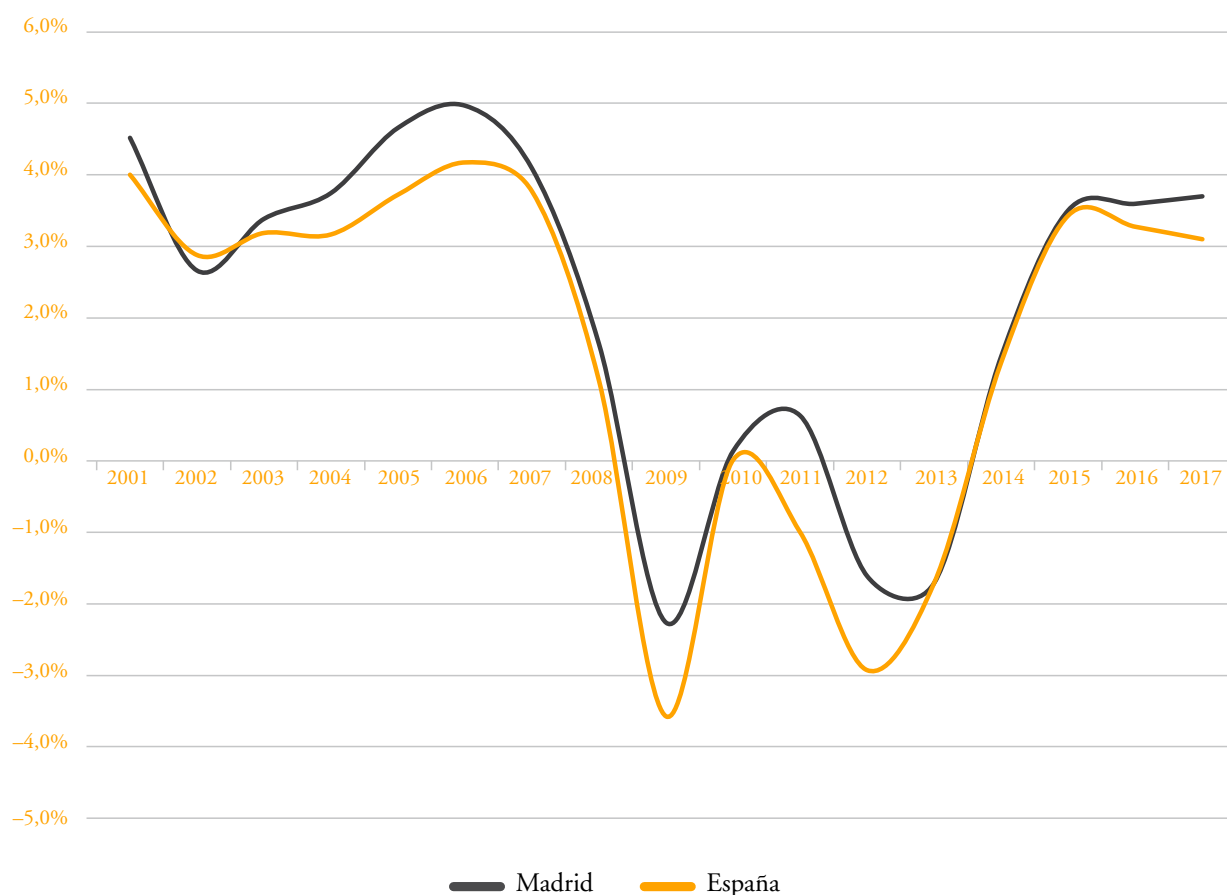
Para el conjunto del año se espera un incremento en el PIB regional de un 3,7%, manteniendo el comportamiento de los últimos años, con una perspectiva de estabilización del crecimiento para 2018 y años venideros con escenarios de crecimiento cercanos al 3% y no menores del 2%.

La recuperación de la actividad económica tiene un reflejo directo en la recuperación del mercado de trabajo. Así, en 2017, con los datos de afiliados a la Seguridad Social, se han creado en España 611,1/1.000 empleos, mientras que en la Comunidad de Madrid se han creado 119,3/1.000 empleos. La economía madrileña genera el 19,5% de los nuevos empleos creados en España. El número de afiliados en Madrid crece en el 4,02% mientras que en España el crecimiento es de un 3,42%, destacar

los buenos datos de Toledo y Guadalajara con unos crecimientos de un 4,82 y 4,67%, respectivamente.

El gráfico 3 muestra, con los datos anuales de la Contabilidad Regional del INE, cómo la Comunidad de Madrid siempre ha reaccionado mejor ante la crisis, tanto en momentos de crecimiento como de desaceleración económica. En el gráfico se observa que el crecimiento económico marca un máximo en el tercer trimestre de 2006 pero a partir de ese periodo se inicia una senda de desaceleración y posterior caída, seguida de una etapa de mejora y recuperación, tras la que llega otra fase recesiva que alcanzó su punto de inflexión hacia una senda de mejoría y crecimiento en el año 2014. Este proceso se visualiza de forma gráfica como una evolución en W y se comprueba la consolidación de la recuperación con los datos de crecimiento para 2016 y 2017, año en el cual se observa una nueva diferencia entre Madrid y España,



**Gráfico 3****Crecimiento interanual del PIB en volumen. Datos anuales**

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Contabilidad Regional del INE, datos de 2017 estimados por los autores.

diferencia que se puede ver acentuada en el año 2018 en función del curso de los acontecimientos de Cataluña.

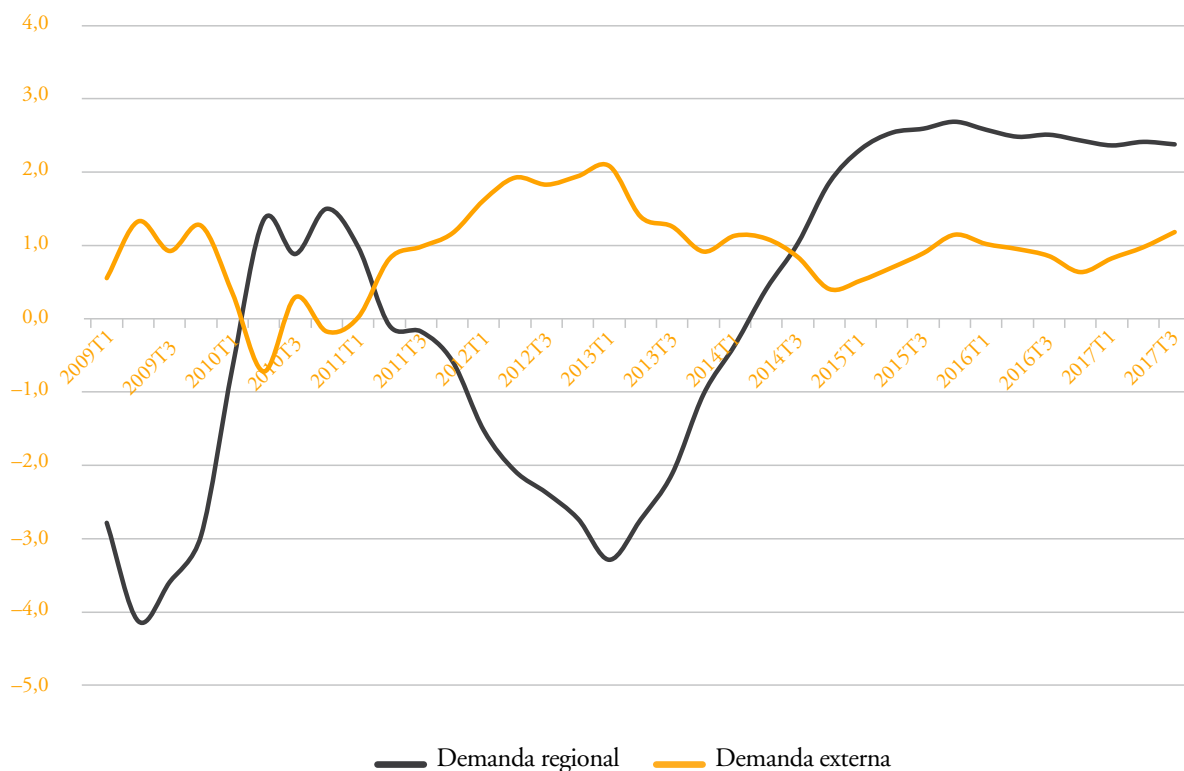
En el año 2017, la Comunidad de Madrid ha mostrado una solidez en cuanto al crecimiento económico bastante significativa, con un comportamiento muy bueno del sector servicios, con datos de crecimiento en alza llegando al 4% en el cuarto trimestre, destacando los servicios a empresas y los servicios de distribución y hostelería. Los servicios a empresas han registrado crecimientos por encima del 4%. De nuevo el sector de la construcción vuelve a apoyar de forma clara el crecimiento con cifras por encima del 5 y del 6% a lo largo del año. La industria en el año 2017 ha tenido un crecimiento estable, con una ligera caída en el ritmo de crecimiento en el último trimestre.

El comportamiento del empleo durante el ejercicio 2017 actúa de forma similar a la creación de riqueza, con un crecimiento por encima de España y un equilibrio en cuanto a la creación de empleo y la creación de riqueza. El crecimiento de los trabajadores en el sector de la construcción es algo superior al de España, manteniéndose para el conjunto del año en torno al 6%. En la industria se dan crecimientos similares a los de valor añadido, creciendo los trabajadores en el entorno del 3%, la creación de empleo en el sector servicios ha sido en torno al 3,5% frente al 3,3% de España.

En cuanto a los precios, destacar el buen nivel de los mismos, cerrando el año en torno al 2% de crecimiento del IPC, con un IPC subyacente cercano al 1,5.

Gráfico 4

## Aportación al crecimiento del PIB de la demanda regional y de la demanda externa



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Contabilidad Trimestral de la Comunidad de Madrid.

Si en el año 2016 el análisis desde el punto de vista de la demanda ya nos mostraba un escenario de consolidación en dos de los aspectos claves para la economía, el gasto en consumo final y el resto de la inversión, en 2017 se renueva dicha fortaleza con un repunte importante de la inversión en viviendas. El gasto en consumo final de los hogares, que además se puede tomar como un indicador de confianza, es el claro reflejo de la consolidación que ha mantenido en 2017 ritmos de crecimiento por encima del 3%. El segundo factor clave de la demanda, que además por sí mismo es un indicador de salud de la economía madrileña, es el referente a lo que en términos de contabilidad trimestral se denomina como resto de inversión, y que hace referencia a la formación bruta de capital exceptuando la vivienda. Este factor de la demanda mantiene niveles por encima del 3%, lo cual indica que la economía madrileña sigue alentando la inversión productiva. El gasto en consumo final de las Administraciones pú-

blicas sigue en niveles moderados, es decir la racionalización y contención del gasto siguen funcionando, aunque empieza a haber un repunte del mismo y por último destacar la inversión en viviendas que en 2017 ha marcado los mayores ritmos de crecimiento. Este cuadro que ofrece la demanda es bastante alentador ya que la demanda regional de la Comunidad de Madrid, crece en el entorno del 3%. De nuevo en 2017, los buenos datos de la demanda regional hacen que se suavice el buen comportamiento de la demanda externa, que supuso para Madrid un colchón en los momentos de crisis (gráfico 4).

## BIBLIOGRAFÍA

INE, Contabilidad Nacional del Instituto Nacional de Estadística: <http://www.ine.es/>.  
 Instituto de Estadística de la comunidad de Madrid. <http://www.madrid.org/iestadis/>.

# *Hazte Amigo del Real*

*por 75 euros al año*

**(Durante el 1<sup>er</sup> año) y empieza a disfrutar de todas estas ventajas y muchas otras sorpresas:**

**Venta anticipada de entradas de ópera, danza, conciertos y Universal Music Festival.**

**Descuentos especiales en entradas de ópera, danza, recitales y conciertos.**

**Una visita libre con audioguía al Teatro Real para dos personas.**

**Descuento en abono de Voces del Real.**

**Mostrador exclusivo en Taquillas y acceso preferente por puerta Felipe V.**

**Descuento en parking del Hotel Gran Meliá Palacio de los Duques (Cuesta de Santo Domingo).**

**Zona reservada para Amigos en "Enfoques" y "Charlas Téllez" previas a las funciones de Ópera.**

**Descuento en los Menús de Entreacto.**

**Descuento en Cursos de Formación.**

**Descuento en Tienda del Real.**

**Seis meses gratuitos de Palco Digital.**

# MERCADO DE TRABAJO EN LA COMUNIDAD DE MADRID

**Valentín Bote Álvarez-Carrasco**

*Director de Randstad Research*

## RESUMEN

El año 2017 ha sido un muy buen año para las principales magnitudes del mercado de trabajo en la Comunidad de Madrid, con un crecimiento interanual del empleo en el entorno del 4%, especialmente en los segmentos de mayor cualificación –universitarios y formación profesional– y fuertes descensos del paro en la región, lo que ha permitido que la tasa de paro se reduzca en Madrid casi tres puntos en el último año, hasta el 12,36%. Por primera vez en muchos años, en 2017, los trabajadores de la región con mayor nivel de estudios cuentan con tasas de paro significativamente por debajo del 10%.

También ha sido un buen año en términos del aumento de empresas con asalariados, que en Madrid han crecido un 2,0% frente a una media nacional del 1,1%. Y dicha mejora se ha producido en un contexto de crecimientos salariales pactados al alza, aunque todavía moderados, descenso en los expedientes de regulación de empleo y crecimiento de las huelgas en la región respecto al pasado año, pero todavía en niveles muy reducidos.

## PALABRAS CLAVE

Empleo, Ocupados, Desempleo, Tasa de paro, Empresas, Huelgas, Salarios.

## 1. Introducción

El pasado año 2017 ha sido positivo para el mercado de trabajo de la Comunidad de Madrid, en el que se han medido sustanciales incrementos de empleo, con tasas interanuales cercanas al 4% –tanto la ocupación EPA como la afiliación–, y mantenimiento de la senda de descenso del desempleo, que ha llevado la tasa de paro en la región hasta el 12,36% en el tercer trimestre del pasado año, tras una reducción de 2,8 puntos en el último año. La tendencia nacional ha sido similar, pero tanto la creación de empleo medida en el conjunto de España como el descenso del paro han sido menos intensos.

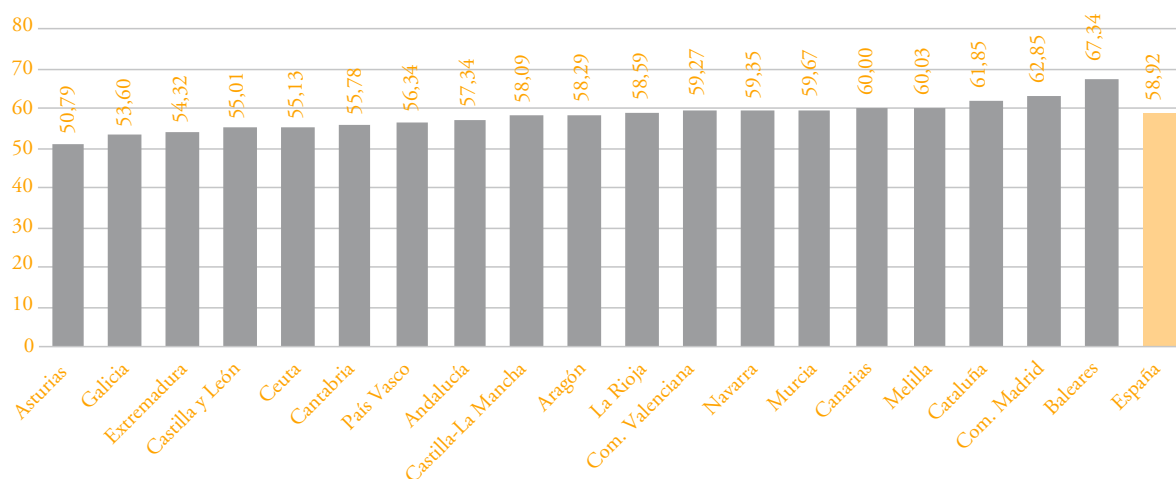
Una divergencia respecto al comportamiento de Madrid y de España en el mercado laboral en 2017 ha sido el comportamiento observado de la población activa. Mientras que en España la Encuesta de Población Activa (EPA) marca una reducción interanual de 67.400 activos, la Comunidad de Madrid es la región en la que más crece dicha variable (+16.700) dentro de la minoría de regiones en las que se mide un aumento interanual.

El referido incremento de la población activa no ha evitado, no obstante, un ligero descenso en la tasa de población activa en Madrid en términos interanuales (una reducción de tres décimas), que no obstante ha sido muy inferior a la caída media nacional, que ha sido de seis décimas. Como consecuencia, la tasa de actividad ha quedado situada en el 62,85% en Madrid, cuatro puntos por encima de la media nacional (gráfico 1).

## 2. Crecimiento del empleo en Madrid en el entorno del 4% en 2017

El año 2017 ha sido muy positivo desde el punto de vista de la creación de empleo para la Comunidad de Madrid, tanto si se tiene en cuenta la evolución de los registros de afiliaciones como en el caso de la EPA.

En el primer caso, el año 2017 se cerró con un incremento interanual en las cifras de afiliación de 119.364 personas en la Comunidad de Madrid, una cantidad que equivale, en términos porcentuales, a un crecimiento de un 4,0% en el pasado año. Dicha cifra sitúa

**Gráfico 1****Tasas de actividad por comunidades autónomas (2017T3)**

Fuente: INE (EPA 2017T3).

a la Comunidad de Madrid entre las cuatro comunidades con mayor crecimiento de las afiliaciones en el pasado año, solo por detrás de Baleares, Castilla-La Mancha y Canarias. Se trata de las cuatro únicas regiones en las que esta variable creció por encima del 4% en 2017.

Aunque en el conjunto de España el crecimiento de la afiliación fue marcadamente más intenso en 2017 que el de la ocupación EPA –la afiliación aumentó en 2017 un 3,4% en España mientras que los ocupados EPA estaban creciendo un 2,8% en tasa interanual en el tercer trimestre del año–, en la Comunidad de Madrid el crecimiento de ambas variables era mucho más acompasado. Mientras que la afiliación creció un 4,0% en 2017, los ocupados medidos a través de la EPA lo hacían a una tasa interanual del 3,9% en el tercer trimestre del pasado año.

La ocupación según la EPA se incrementó en 109.400 en términos interanuales, con un reparto muy equilibrado de dicho aumento entre hombres (+53.400) y mujeres (+55.900), como se observa en el cuadro 1. El aumento del empleo en la región supone el 21,0% del crecimiento interanual de la ocupación en el conjunto de España, que ascendió a 521.700 personas.

Por edades, las franjas con mayor crecimiento interanual del empleo en la Comunidad de Madrid fueron las de los trabajadores de 55 y más años, con un aumento de 48.700 ocupados (lo que supone un crecimiento del 11,3%), debido tanto a la reducción del paro en dicho segmento de edad como a factores demográficos. El segmento con el segundo mayor incremento interanual del empleo en la Comunidad de Madrid fue el comprendido entre 35 y 44 años, que con 37.500 ocupados más, creció un 4,1%. En términos porcentuales, no obstante, fueron los jóvenes de 20 a 24 años los que más vieron crecer la ocupación en la región en términos interanuales, ya que el aumento de 17.400 ocupados equivale a un incremento del 16,1%.

En el gráfico 2 a, b, c y d se observa la distribución por nivel de estudios de los ocupados tanto en la Comunidad de Madrid como en España. Pueden apreciarse diferencias de carácter estructural, fundamentalmente orientadas a unos trabajadores de mayor cualificación en la región. Así, el 52,1% de los ocupados en Madrid cuentan con estudios superiores (universitarios o FP de grado superior), mientras que en el conjunto de España dicha proporción es casi 10 puntos inferior, un 42,5%. En el otro extremo de la distribución, solo el 22,1% de los ocupados en Madrid cuentan con un

**Cuadro 1****Ocupados por grupos de edad y sexo en la Comunidad de Madrid**

(2017T3)

	España						Comunidad de Madrid					
	Número de ocupados (miles)			Variación interanual (miles)			Número de ocupados (miles)			Variación interanual (miles)		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Total	19.049,2	10.420,5	8.628,7	521,7	307,7	213,9	2.942,4	1.529,2	1.413,1	109,4	53,4	55,9
De 16 a 19 años	147,8	84,2	63,7	26,6	14,0	12,8	13,5	7,0	6,4	0,2	0,7	-0,6
De 20 a 24 años	883,0	464,0	419,0	107,9	58,1	49,8	125,8	61,9	63,9	17,4	9,9	7,5
De 25 a 34 años	3.771,2	1.988,9	1.782,3	-55,0	-32,6	-22,4	586,0	294,5	291,6	-11,6	-10,4	-1,1
De 35 a 44 años	5.868,7	3.206,9	2.661,8	62,2	49,0	13,2	947,5	488,0	459,5	37,5	15,4	22,2
De 45 a 54 años	5.229,8	2.894,1	2.335,7	217,1	98,4	118,7	790,6	424,0	366,7	17,1	11,5	5,7
55 y más años	3.148,6	1.782,4	1.366,3	162,8	121,0	41,9	478,9	253,8	225,1	48,7	26,4	22,4

Fuente: INE (EPA 2017T3).

nivel formativo bajo (lo que podría definirse como haber superado, como mucho, la secundaria obligatoria), mientras que en España los ocupados con dicho nivel de estudios ascienden al 33,4% del total.

Además, a lo largo del año 2017 la población ocupada en Madrid ha mejorado sus niveles de cualificación media, ya que más de la mitad (60.300) del aumento neto de la ocupación (109.400) se ha materializado en trabajadores con educación superior, mientras que entre los trabajadores con estudios de Formación Profesional de grado medio se ha medido un crecimiento porcentual de dos dígitos (+11,9%) en términos interanuales. Por el contrario, el único segmento formativo en el que se ha producido un descenso de la ocupación en la región ha sido el de los trabajadores con primera etapa de educación secundaria, que han disminuido un 2,7% (-14.500 ocupados).

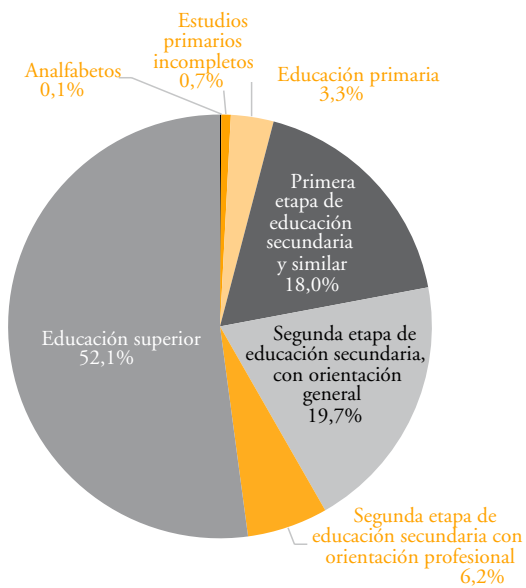
Un análisis de la ocupación en la Comunidad de Madrid por situación profesional revela que se trata de una región en la que el peso del empleo asalariado es superior a la media nacional. El 72,4% de los ocupados son asalariados del sector privado, cinco puntos por encima

de la media nacional (67,5%), mientras que el peso de los asalariados del sector público (16,2% del total de ocupados de la región) es prácticamente idéntico al peso del empleo público en España (16,1%), pese a que concentra una parte muy importante del personal de la Administración General del Estado.

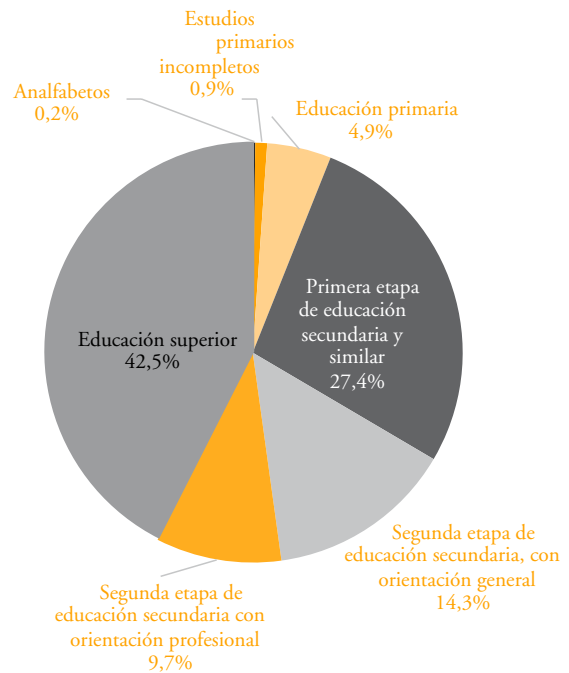
Por el contrario, el peso de los trabajadores por cuenta propia en la región, tanto los que son empleadores (3,5% del total de ocupados de la región), como los que no lo son (7,9%), se sitúa por debajo de la media nacional, con un 5,1 y un 11,4% para los trabajadores por cuenta propia empleadores y no empleadores, respectivamente. Es cierto, no obstante, que en 2017 el empleo por cuenta propia estaba creciendo a mayor ritmo en la Comunidad de Madrid (+2,39% en tasa interanual en el tercer trimestre del año, último dato disponible) que en España (+0,62%). Eso sí, el comportamiento de los trabajadores por cuenta propia que a su vez son empleadores estaba mostrando un comportamiento errático en la región, en su variación interanual, alternando trimestres con tasas cercanas al 20% de crecimiento con otras en las que se medían descensos interanuales.

**Gráfico 2**  
**Ocupados**  
(2017T3)

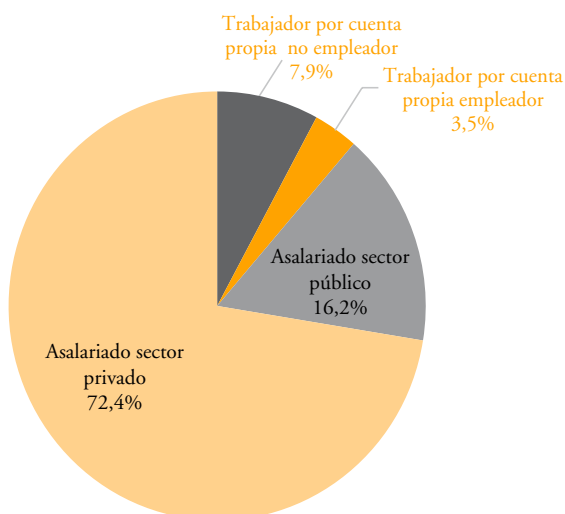
a) Por nivel de estudios en la Comunidad de Madrid



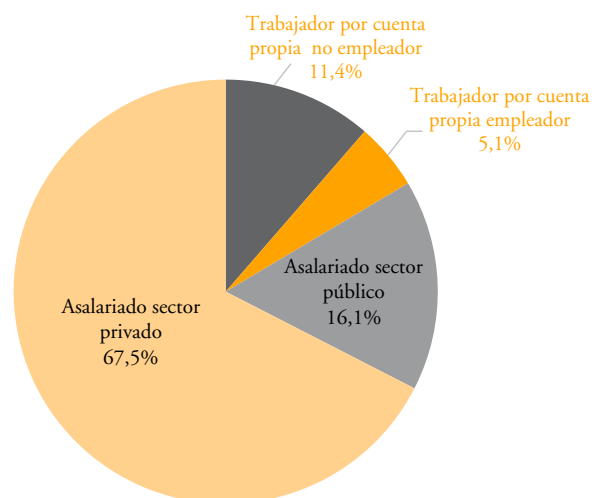
b) Por nivel de estudios en España



c) Por situación profesional en la Comunidad de Madrid



d) Por situación profesional en España



Fuente: INE (EPA 2017T3).

Es destacable que, contrariamente a la idea que puede tenerse de la región de Madrid, por la concentración de administraciones, no se trata de una comunidad en la que el empleo público pese más que en el conjunto de España, como puede apreciarse en el gráfico 3. No obstante, con los últimos datos disponibles puede medirse un crecimiento significativamente más intenso en el último año del empleo público en la región (+7,9%) que en el conjunto de España (+1,9%), aunque el comportamiento de dicha variable estaba siendo muy volátil en 2017 y los datos del cuarto trimestre podrían moderar significativamente dicha evolución.

Otro aspecto en el que el empleo en la Comunidad de Madrid se aleja de los valores medios nacionales es en lo relativo al peso del empleo a tiempo parcial, que en el tercer trimestre de 2017 suponía el 12,2% del total de los ocupados de la región –lo que posicionaba a Madrid como la tercera comunidad con menor tasa de parcialidad, solo por detrás de Baleares y Castilla-La Mancha–, mientras que la media nacional asciende al 14,3% de los ocupados (gráfico 4).

En el último año la diferencia con la media nacional en este parámetro se ha incrementado, como consecuencia de dos factores: en primer lugar, el crecimiento del

empleo a tiempo completo ha sido en Madrid superior a la media nacional (4,3% frente al 3,1%, respectivamente), mientras que el empleo a tiempo parcial, que también se ha incrementado, ha crecido a un ritmo bastante similar a la media nacional: 1,0% en Madrid frente a un 1,1% en España (gráfico 5).

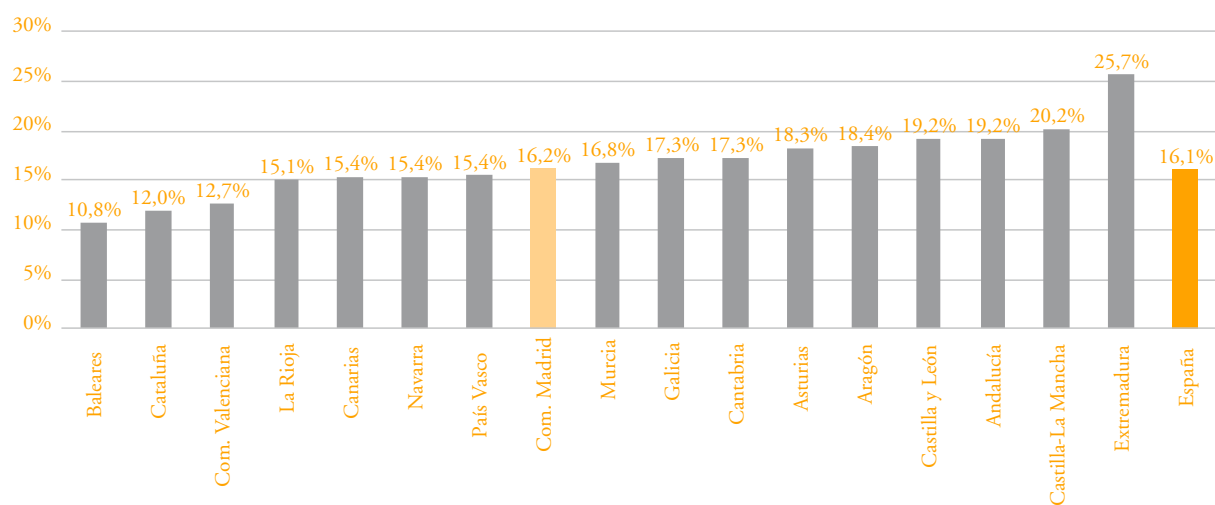
Por otra parte, el buen comportamiento de la ocupación en la Comunidad de Madrid ha permitido que la tasa de empleo (la proporción de la población en edad de trabajar que está ocupada) haya aumentado en el último año en 2,5 puntos, hasta un 55,09%, lo que sitúa a la región en un puesto destacado respecto a la media nacional (49,27%).

### 3. Las empresas inscritas en la Seguridad Social crecen un 2,0% en Madrid en 2017

A 31 de diciembre de 2017 el número de empresas que contaban con algún trabajador asalariado ascendía a 185.632 en la Comunidad de Madrid –sin tener en cuenta a los autónomos ni al régimen de Hogar–, lo que suponía un crecimiento interanual de un 2,0%, casi el doble del crecimiento experimentado por el número de empresas en el conjunto de España, que fue

#### Gráfico 3

#### Peso del empleo público. Ocupados sector público/total ocupados (2017T3)

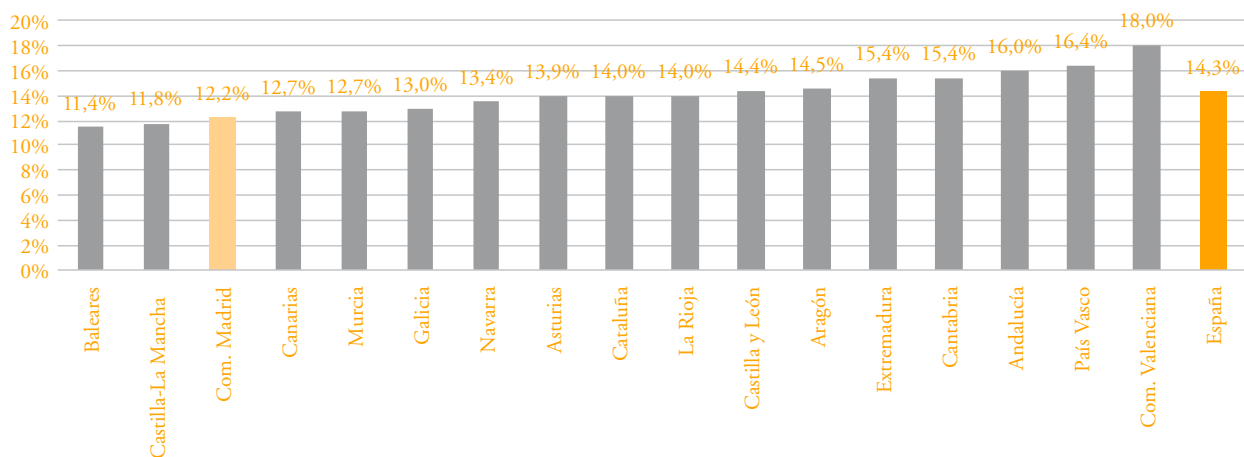


Fuente: INE (EPA 2017T3).



## Gráfico 4

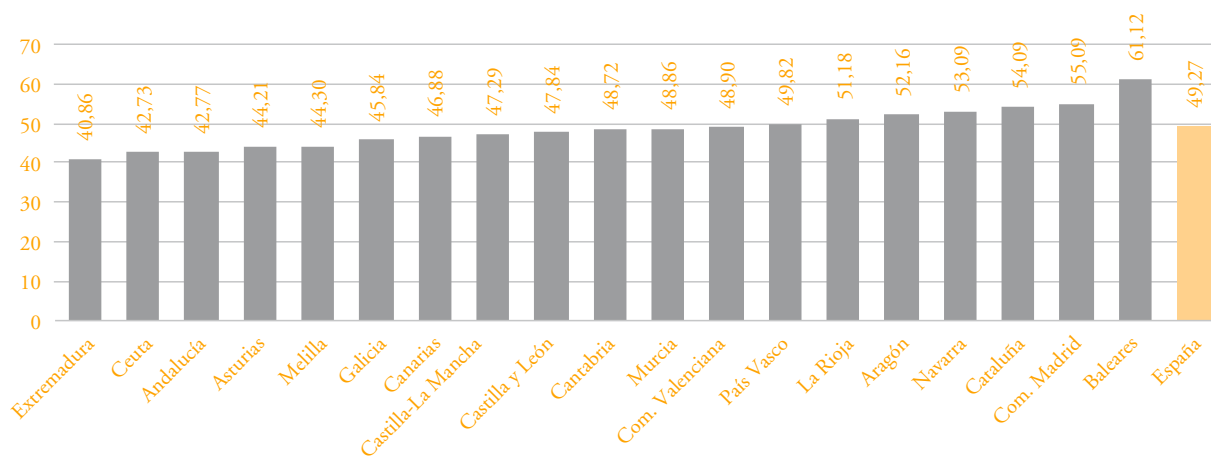
### Peso de los ocupados a tiempo parcial (2017T3)



Fuente: INE (EPA 2017T3).

## Gráfico 5

### Tasas de empleo por comunidades autónomas (2017T3)



Fuente: INE (EPA 2017T3).

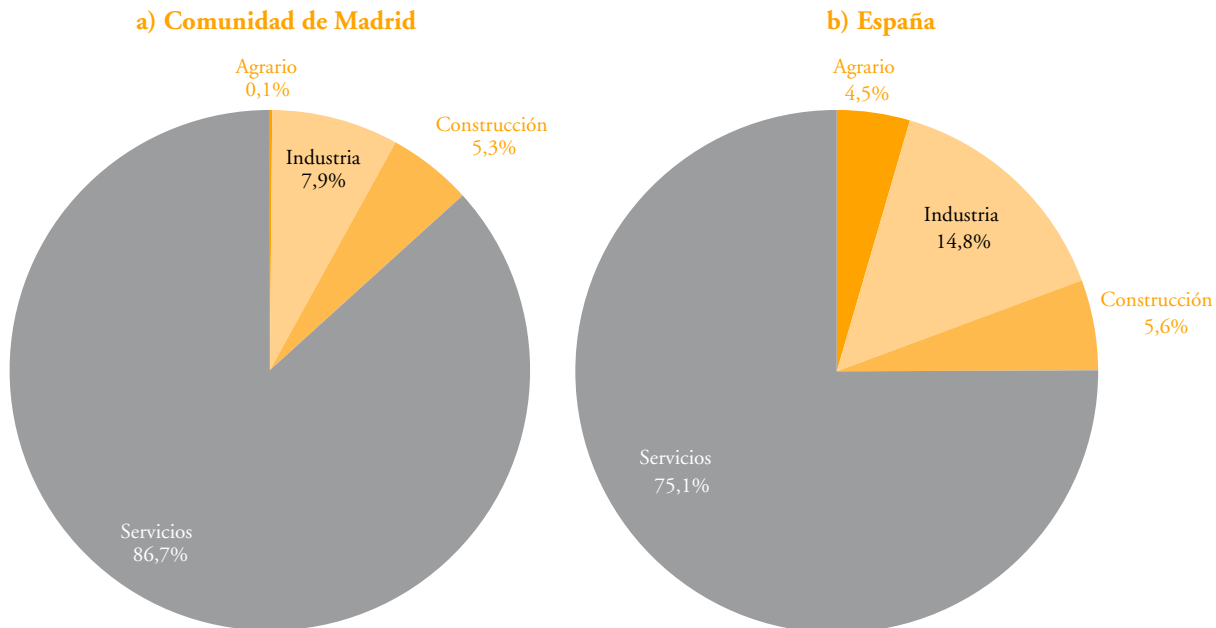
de un 1,1% en 2017. En cuanto al número de trabajadores en dichas empresas, el aumento fue de un 4,6% en Madrid y un 4,1% en España (gráfico 6 a y b).

El grueso de los trabajadores afiliados en empresas inscritas en la Seguridad Social en la Comunidad de Madrid desarrollan su actividad en el sector Servicios (un

86,7%), 11,6 puntos por encima de la media nacional, que es de un 75,1%. La proporción de trabajadores en el sector de la Construcción es ligeramente inferior en Madrid, 5,3% del total de afiliados de la región, mientras que en España es de un 5,6%. Y en el resto de sectores la proporción en Madrid es significativamente

**Gráfico 6****Trabajadores en empresas inscritas en la Seguridad Social, por sectores de actividad**

(Diciembre 2017)



Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social (2017).

más baja que en la media nacional: mientras que el 14,8% de los trabajadores en España están afiliados en una empresa industrial, en Madrid dicha proporción se reduce a la mitad, un 7,9%, y mientras que el 4,5% de los afiliados en España trabajan para una empresa agrícola, en Madrid es una proporción prácticamente inexistente, un 0,1%.

#### 4. El descenso del desempleo lleva la tasa de paro a mínimos desde 2008

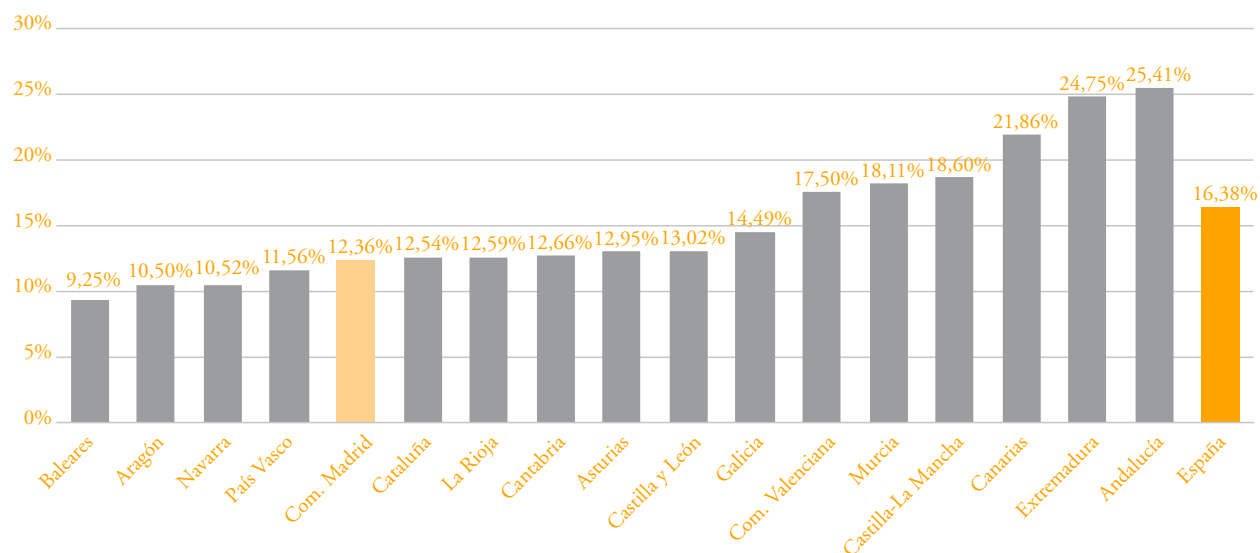
En términos de desempleo, 2017 también ha sido un buen ejercicio para la Comunidad de Madrid, al registrarse una caída sistemática en el número de parados, tanto en la medición efectuada en los registros de las oficinas de empleo como en la que lleva a cabo la EPA. El paro registrado descendió en 2017 en 35.401 personas, lo que supuso una reducción de un 8,7%, por encima del descenso del paro registrado en el conjunto de España en el pasado año, que se situó en un 7,8%.

Un fenómeno similar se observa con respecto al paro medido por la EPA, aunque en este caso los porcentajes de caída del desempleo son mucho más intensos. En términos interanuales el paro EPA se ha reducido en Madrid en 92.600 personas (-18,3%), mientras que en España la disminución fue de 589.100 personas, un 13,6% de reducción.

Como consecuencia del fuerte descenso de la población en paro a lo largo de 2017, las tasas de paro se han ido reduciendo a lo largo del año pasado de manera significativa. En España la tasa de paro en el tercer trimestre de 2017 se situaba en un 16,38%, después de descender 2,5 puntos en términos interanuales. En la Comunidad de Madrid, pese a partir ya con una tasa de paro inferior, el descenso interanual fue aún más intenso, de 2,8 puntos porcentuales, lo que permitió situar la tasa de paro en un 12,36%, la más baja en la región desde finales de 2008. Dicha tasa sitúa a la Comunidad de Madrid como la quinta región con menor tasa de paro, como se aprecia en el gráfico 7.

**Gráfico 7**

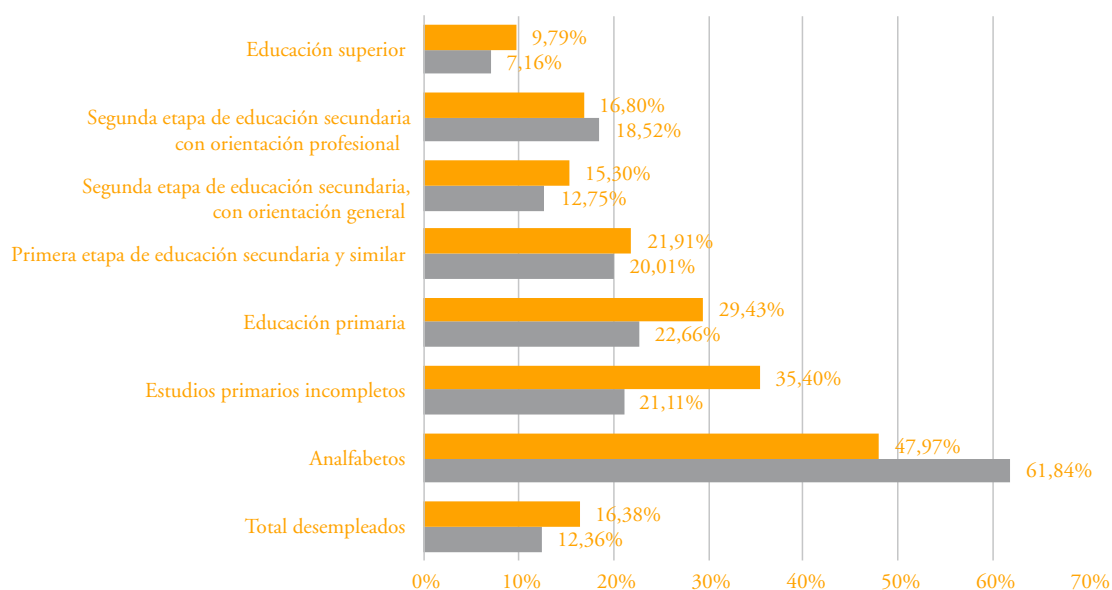
**Tasas de paro por comunidades autónomas (2017T3)**



Fuente: INE (EPA 2017T3).

**Gráfico 8**

**Tasas de paro por niveles de estudios (2017T3)**



Fuente: INE (EPA 2017T3).

**Cuadro 2****Convenios registrados en 2017. Número de convenios, empresas y trabajadores afectados**

	Convenios	Empresas	Trabajadores	Variación salarial (en %)	Jornada media (h/año)
Andalucía	416	118.254	693.835	1,30	1.778,00
Aragón	139	29.288	147.103	1,63	1.761,61
Asturias	94	10.131	100.977	1,48	1.748,96
Baleares	47	36.978	165.580	1,28	1.764,44
Canarias	132	26.385	179.139	1,37	1.795,79
Cantabria	83	6.339	39.047	1,33	1.768,79
Castilla-La Mancha	152	44.907	240.119	1,27	1.774,07
Castilla y León	276	61.107	266.601	1,35	1.765,78
Cataluña	358	135.441	753.525	1,42	1.730,36
Comunidad Valenciana	295	78.956	616.605	1,55	1.766,93
Extremadura	77	37.877	129.859	1,05	1.768,13
Galicia	187	22.446	201.058	1,52	1.777,59
Comunidad de Madrid	170	45.074	429.792	1,68	1.762,06
Murcia	43	10.774	125.141	1,33	1.780,32
Navarra	139	9.429	109.585	1,90	1.710,51
País Vasco	333	9.284	111.816	1,50	1.704,89
La Rioja	46	2.033	22.402	1,36	1.743,89
Ceuta y Melilla	17	714	5.235	1,34	1.800,58
Interautonómicos	245	255.791	2.731.972	1,42	1.703,33
<b>Total</b>	<b>3.249</b>	<b>941.208</b>	<b>7.069.391</b>	<b>1,43</b>	<b>1.738,42</b>

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Un factor que explica, en parte, la menor tasa de paro en la Comunidad de Madrid respecto a la media nacional es el contar con una población activa más cualificada, puesto que existe una correlación negativa entre el nivel de estudios y la tasa de paro. Los trabajadores con mayores niveles de cualificación cuentan con menores tasas de paro, como se aprecia en el gráfico 8. Pero, además, para la mayoría de segmentos educativos la tasa de paro que corresponde a dicho nivel es inferior en la Comunidad de Madrid que en el conjunto de España.

Según los últimos datos disponibles, por ejemplo, los trabajadores con estudios superiores ya cuentan en

España con una tasa inferior al 10%, en concreto un 9,79%. En el caso de la Comunidad de Madrid, los trabajadores con el mismo nivel de formación ya cuentan con una tasa de paro de un 7,16%, 2,6 puntos menos que la media nacional. Solo en el caso de los trabajadores de FP de grado medio –además del caso de los trabajadores analfabetos, pero se trata de un segmento prácticamente inexistente dentro de la distribución de la población activa regional– se observa una tasa de paro algo superior en Madrid que la media nacional. Por tanto, no es solo que Madrid cuente con población más cualificada, sino que, además, para el mismo nivel de cualificación la población activa en Madrid se sitúa en tasas de paro inferiores a la media nacional.

### 5. Subidas salariales, menos ERE pero repunte de las huelgas

El pasado año 2017, como ya se ha analizado, supuso un muy buen año en términos de las principales magnitudes del mercado laboral, con crecimientos notables del empleo y descensos sustanciales del paro, una tendencia que se ha mantenido durante cuatro años, desde principios de 2014. Aunque el punto de partida era muy negativo, tras una crisis económica y de empleo tan dilatada, tras cuatro años de recuperación se empieza a notar ya una presión al alza de los salarios,

aunque todavía es muy moderada, tal y como se aprecia en el cuadro 2.

En dicha tabla puede comprobarse que en los convenios colectivos registrados en 2017 la subida salarial pactada se situó, en promedio, en un 1,43% en el conjunto del territorio nacional, mientras que en los convenios registrados en los que el ámbito de aplicación es la Comunidad de Madrid la subida salarial promedio se situó por encima, llegando al 1,68%. No es la mayor subida –Navarra, con un 1,9% es la región con mayor crecimiento pactado–, pero Madrid se sitúa

### Cuadro 3

#### Huelgas, trabajadores participantes y jornadas no trabajadas

(Acumulado enero-septiembre 2017)

Comunidad autónoma	Huelgas	Participantes	Jornadas no trabajadas
Andalucía	59	9.507	31.210
Aragón	34	978	2.263
Asturias	39	4.605	10.158
Baleares	16	768	1.378
Canarias	12	423	2.155
Cantabria	19	1.706	2.028
Castilla-La Mancha	15	3.385	4.807
Castilla y León	14	872	3.033
Cataluña	91	17.554	53.900
Comunidad Valenciana	49	4.487	14.221
Extremadura	9	776	1.585
Galicia	60	37.099	113.779
Comunidad de Madrid	108	40.607	83.211
Murcia	20	6.645	9.052
Navarra	32	1.254	3.923
País Vasco	132	29.615	60.368
La Rioja	7	337	518
<b>España</b>	<b>564</b>	<b>160.622</b>	<b>397.604</b>

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

en un puesto destacado en cuanto a la mejora salarial pactada en los convenios que se han registrado en el pasado ejercicio.

La recuperación de la economía y del empleo iniciada en 2014 tuvo como consecuencia un proceso de intensa disminución en la conflictividad laboral medida a través de la convocatoria de huelgas, tanto en España como en la Comunidad de Madrid, llegándose en 2016 a niveles muy inferiores incluso a los existentes en los años previos al inicio de la crisis. Sin embargo, en 2017 esta tendencia se está revirtiendo, aunque es cierto que los niveles de conflictividad todavía se sitúan en cifras muy reducidas.

Así, en el conjunto del territorio nacional, en los primeros nueve meses de 2017 se habían convocado un total de 564 huelgas, que habían contado con algo más

de 160.000 participantes y habían supuesto la pérdida de cerca de 400.000 jornadas de trabajo. Los crecimientos interanuales de dichas magnitudes ascienden a un 16,5% en el caso de las huelgas y a un 49,6 y 50,4% en los participantes y jornadas no trabajadas, respectivamente.

En el caso de la Comunidad de Madrid, los crecimientos interanuales han sido mucho más intensos. En los primeros nueve meses de 2017 el número de huelgas (108) se había duplicado respecto a lo observado en el mismo periodo del año anterior, con un crecimiento de un 197,4% en el número de participantes y un 98,1% de aumento en las jornadas no trabajadas como consecuencia de dichas huelgas. Aun así, todavía se trata de valores muy alejados de los medidos en los años de la crisis (cuadro 3).

## CREACIÓN DE EMPRESAS Y ATRACCIÓN DE INVERSIONES EN LA COMUNIDAD DE MADRID

**Rocío Albert**

*Profesora de Economía Aplicada. Universidad Complutense de Madrid*

**Rogelio Biazzi**

*Profesor de Economía Aplicada. Universidad Complutense de Madrid*

---

### RESUMEN

En este artículo se presenta un estudio sobre la creación de empresas en la Comunidad de Madrid utilizando dos fuentes: una más conocida, los *Registros sobre Creación de Sociedades Mercantiles*, y otra más novedosa como es el *Estudio sobre Demografía Empresarial 2017*, Informa D&B. Ambos indicadores ponen de manifiesto que en el año 2017 Madrid lideró la creación de nuevas empresas en España con un total de 20.437. A continuación se presentan datos sobre atracción de inversiones en Madrid en 2017 y su evolución a lo largo del tiempo, donde se pone de relieve que la Comunidad de Madrid destaca por su atracción y confianza de los inversores internacionales en la región, que la eligen como plaza preferente para sus inversiones en España. A partir de estos buenos resultados, se analizan las razones o causas que explican esta situación, entre los que se señala que la región madrileña posee un ecosistema innovador fuertemente asentado que la convierte en un foco de atracción de capitales y empresas. También se indica la importancia que supone tener tanto una buena localización geográfica e infraestructuras de primer nivel, como la elevada calidad de vida que disfrutaban los trabajadores que trabajan y viven en la región. Por último, se subraya la importancia que la seguridad jurídica y la fiscalidad adecuada han desempeñado para convertir a la Comunidad de Madrid en un lugar de referencia y atracción de empresas.

### PALABRAS CLAVE

Comunidad de Madrid, Inversión, Empresas, Ecosistema innovador, Calidad de vida, Infraestructuras, Fiscalidad.

---

### 1. Creación de empresas en la Comunidad de Madrid en el 2017

La inversión, la atracción de capitales, la creación o localización de nuevas empresas, en definitiva, el crecimiento de la actividad económica, son esenciales para que un país o una región prosperen. Los empresarios juegan un papel crucial en la actividad económica y son imprescindibles para lograr el crecimiento económico y la creación de empleo.

En la Comunidad de Madrid, desde hace años, se han aplicado políticas que favorecen y fomentan el emprendimiento y la creación de empresas, y han dado buenos resultados. En el año 2017 Madrid lideró la creación de nuevas empresas en España con un total de 20.437 (1) y un crecimiento de un 2% respecto al año anterior. En términos relativos respecto al total de las nuevas empresas creadas en España, una de cada

cinco de las nuevas compañías se ha creado en esta región. La Comunidad de Madrid también ha liderado la concentración de nuevo capital suscrito con 1.270 millones de euros.

Los datos positivos de creación de empresas en Madrid en el año 2017 no se trasladan al resto de España, donde, en conjunto, se aprecia una leve disminución en la creación total de nuevas empresas y, además, una disminución más pronunciada en el cantidad del capital invertido en las nuevas sociedades, un pequeño aumento de los concursos y un aumento moderado de las disoluciones (cuadro 1).

La disminución de constituciones de nuevas sociedades se pudo apreciar en casi todas las comunidades autónomas. Por ejemplo, Cataluña muestra un descenso de 3.247 nuevas empresas creadas en 2017 respecto al año anterior, un 14,7% menos. Andalucía fue

**Cuadro 1****Nuevas empresas, capital, concursos y disoluciones, España 2016 y 2017**

Total España	Nuevas empresas	Capital invertido	Concursos	Disoluciones
2016	102.302	6.323.277.733	4.461	24.046
2017	95.210	5.114.687.381	4.546	26.983
Variación 2016/2017	-6,90%	-19%	1,90%	12,20%

Fuente: Estudio sobre Demografía Empresarial 2017, Informa D&B.

otra de las comunidades que registraron los mayores descensos en la creación de empresas respecto al año 2016, con una disminución de 1.536 empresas, un 9% menos de empresas creadas que el año anterior.

En cambio, en la Comunidad de Madrid aumentó el número de nuevas empresas creadas en el año 2017 respecto al año anterior, con 439 nuevas constituciones, un 2,2% más que el año pasado. Las comunidades autónomas que concentraron más creación de empresas en el año 2017 fueron: Madrid (20.437; 21,5% del total); Cataluña (18.910; 20% del total) y Andalucía (15.471; 16% del total). Los últimos datos publicados en la *Estadística de Sociedades Mercantiles* del Instituto Nacional de Estadística ofrecen datos hasta el mes de noviembre de 2017 y son similares a los datos mencionados anteriormente para el total del año 2017 provenientes de otra fuente de información (cuadro 2).

## 2. Evolución de la creación de empresas en la Comunidad de Madrid

Desde el año 2008, a excepción del año 2016 donde quedó en segundo lugar detrás de Cataluña, Madrid lidera el *ranking* de creación de nuevas empresas. Si se mide el peso de las nuevas empresas creadas en cada región respecto al total de España, la Comunidad de Madrid desde el año 2010 supera el 20%, es decir una de cada cinco empresas nuevas que se crean (en 2016 estuvo levemente por debajo de ese porcentaje). En esta serie temporal, 2008/2017, Cataluña ha sido la segunda región con mayor creación de empresas y Andalucía la tercera (cuadro 3).

**Cuadro 2****Nuevas empresas, España y CC.AA. enero/noviembre 2017**

	2017 (ene/nov)	% sobre total España
España	87.641	100,0%
Andalucía	14.262	16,3%
Aragón	1.894	2,2%
Asturias	1.224	1,4%
Baleares	3.275	3,7%
Canarias	3.559	4,1%
Cantabria	714	0,8%
Castilla y León	2.652	3,0%
Castilla-La Mancha	2.412	2,8%
Cataluña	17.266	19,7%
Comunidad Valenciana	10.044	11,5%
Extremadura	1.065	1,2%
Galicia	3.774	4,3%
Madrid	19.022	21,7%
Murcia	2.441	2,8%
Navarra	776	0,9%
País Vasco	2.709	3,1%
La Rioja	374	0,4%

Fuente: Estadística de Sociedades Mercantiles, INE.

Respecto a las cifras de capital invertido en las nuevas empresas, en el año 2017 se puede apreciar un retroceso de la inversión en la mayoría de las comu-



**Cuadro 3****Nuevas empresas y porcentaje sobre el total, España y CC.AA., 2008 a 2017**

	2017 (ene/ nov)	% sobre total España	2016	% sobre total España	2015	% sobre total España	2014	% sobre total España	2013	% sobre total España
España	87.641	100%	101.047	100%	94.644	100%	94.158	100%	93.420	100%
Andalucía	14.262	16,3%	16.689	16,5%	15.893	16,8%	15.541	16,5%	15.388	16,5%
Aragón	1.894	2,2%	2.526	2,5%	2.002	2,1%	1.933	2,1%	2.022	2,2%
Asturias	1.224	1,4%	1.458	1,4%	1.332	1,4%	1.364	1,4%	1.357	1,5%
Baleares	3.275	3,7%	3.589	3,6%	3.108	3,3%	2.887	3,1%	2.798	3,0%
Canarias	3.559	4,1%	3.815	3,8%	3.577	3,8%	3.486	3,7%	3.424	3,7%
Cantabria	714	0,8%	981	1,0%	805	0,9%	819	0,9%	800	0,9%
Castilla y León	2.652	3,0%	3.014	3,0%	2.847	3,0%	3.000	3,2%	3.168	3,4%
Castilla-La Mancha	2.412	2,8%	2.976	2,9%	2.732	2,9%	2.812	3,0%	3.121	3,3%
Cataluña	17.266	19,7%	21.769	21,5%	18.894	20,0%	17.664	18,8%	17.707	19,0%
Comunidad Valenciana	10.044	11,5%	11.148	11,0%	10.991	11,6%	11.206	11,9%	11.077	11,9%
Extremadura	1.065	1,2%	1.248	1,2%	1.165	1,2%	1.186	1,3%	1.141	1,2%
Galicia	3.774	4,3%	4.533	4,5%	3.968	4,2%	4.266	4,5%	4.276	4,6%
Madrid	19.022	21,7%	19.924	19,7%	19.947	21,1%	20.268	21,5%	19.646	21,0%
Murcia	2.441	2,8%	2.776	2,7%	2.796	3,0%	2.732	2,9%	2.894	3,1%
Navarra	776	0,9%	831	0,8%	820	0,9%	905	1,0%	822	0,9%
País Vasco	2.709	3,1%	3.008	3,0%	3.137	3,3%	3.447	3,7%	3.203	3,4%
La Rioja	374	0,4%	571	0,6%	425	0,4%	448	0,5%	410	0,4%
	2012	% sobre total España	2011	% sobre total España	2010	% sobre total España	2009	% sobre total España	2008	% sobre total España
España	87.182	100%	84.812	100%	79.994	100%	181.769	100%	103.565	100%
Andalucía	14.399	16,5%	13.942	16,4%	12.482	15,6%	28.566	15,7%	15.826	15,3%
Aragón	1.980	2,3%	1.822	2,1%	1.864	2,3%	4.240	2,3%	2.397	2,3%
Asturias	1.281	1,5%	1.288	1,5%	1.232	1,5%	2.745	1,5%	1.593	1,5%
Baleares	2.547	2,9%	2.291	2,7%	1.972	2,5%	5.125	2,8%	2.980	2,9%
Canarias	3.189	3,7%	3.168	3,7%	2.774	3,5%	6.585	3,6%	3.778	3,6%
Cantabria	696	0,8%	723	0,9%	735	0,9%	1.520	0,8%	850	0,8%
Castilla y León	2.817	3,2%	2.968	3,5%	3.155	3,9%	6.857	3,8%	3.833	3,7%
Castilla-La Mancha	2.863	3,3%	2.790	3,3%	2.722	3,4%	7.653	4,2%	4.911	4,7%
Cataluña	16.200	18,6%	15.641	18,4%	14.382	18,0%	33.363	18,4%	18.751	18,1%
Comunidad Valenciana	10.336	11,9%	9.758	11,5%	9.356	11,7%	20.723	11,4%	11.901	11,5%
Extremadura	1.155	1,3%	1.138	1,3%	1.127	1,4%	2.763	1,5%	1.644	1,6%
Galicia	4.143	4,8%	4.086	4,8%	4.040	5,1%	9.261	5,1%	5.425	5,2%
Madrid	18.278	21,0%	18.045	21,3%	17.215	21,5%	36.175	19,9%	20.254	19,6%
Murcia	2.763	3,2%	2.624	3,1%	2.277	2,8%	5.600	3,1%	3.251	3,1%
Navarra	939	1,1%	903	1,1%	963	1,2%	2.342	1,3%	1.399	1,4%
País Vasco	3.001	3,4%	3.104	3,7%	3.146	3,9%	7.033	3,9%	4.079	3,9%
La Rioja	439	0,5%	382	0,5%	402	0,5%	947	0,5%	567	0,5%

Fuente: Estadística de Sociedades Mercantiles, INE.

nidades. Madrid (-613.380.337 euros, -32,5%) y Baleares (-367.093.783 euros, -68,6%) fueron las regiones en las que esa disminución se hizo más intensa. Por otro lado, a pesar de que el ritmo de creación de empresas disminuyó en Cataluña, el capital invertido en las nuevas empresas aumentó en casi 85 millones de euros, un 9% más que en el año 2016. Si observamos la distribución de la inversión total en nuevas empresas españolas en el año 2017, el 24,9% se concentró en Madrid, el 20% en Cataluña y el 12,4% en Andalucía. A pesar de la disminución en el año 2017, *la Comunidad de Madrid ha liderado el ranking de capital suscrito por las empresas de nueva*

*creación desde el año 2008 hasta el año 2017 inclusive* (cuadro 4).

La evolución en los últimos cinco años en España muestra que las comunidades autónomas más atractivas para la creación de nuevas empresas e inversión de capital son Madrid, Cataluña, Andalucía y Comunidad Valenciana en ese orden (cuadro 5).

Si se observan los datos del cuadro 6, se pone de manifiesto que Madrid tiene su actividad más intensa en el sector servicios, pero en muchos de los subgrupos en sectores de alto valor añadido. Así,

#### Cuadro 4

##### Capital invertido en nuevas empresas, España y CC.AA., 2008/2017

(No incluye el año 2011)

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2010	2009	2008
España	4.878.360	6.292.376	7.355.949	7.408.305	6.727.652	7.629.712	8.000.738	4.792.280	8.046.962
Andalucía	577.752	716.249	688.381	731.992	961.516	928.474	404.918	511.534	775.609
Aragón	69.754	168.490	76.679	68.273	95.861	113.166	152.688	105.414	226.102
Asturias	59.301	71.182	47.346	39.026	58.493	134.790	277.314	64.114	139.388
Baleares	154.500	498.911	344.965	148.224	105.748	70.648	150.211	60.285	145.068
Canarias	183.875	204.789	93.740	81.232	157.837	86.842	157.136	78.490	87.567
Cantabria	16.148	20.253	20.578	67.604	36.160	13.739	22.418	17.008	26.954
Castilla y León	137.137	196.911	86.384	363.292	240.243	109.421	178.998	147.385	271.007
Castilla-La Mancha	59.733	72.233	85.899	77.385	116.852	99.964	680.484	115.331	101.085
Cataluña	936.591	950.541	840.417	738.245	1.558.588	885.664	648.215	1.054.528	912.587
Comunidad Valenciana	712.426	753.292	578.110	366.128	595.888	598.584	847.047	392.615	1.394.398
Extremadura	57.487	74.082	122.197	43.848	31.767	39.658	35.202	27.902	50.307
Galicia	307.691	204.576	368.693	238.305	245.896	229.685	140.190	170.203	807.614
Madrid	1.172.068	1.895.965	3.608.403	3.266.261	1.986.131	3.736.839	2.846.735	1.467.490	2.526.444
Murcia	115.231	183.137	173.613	177.834	135.104	219.577	81.674	220.804	103.566
Navarra	58.521	23.901	26.809	69.659	34.122	97.043	66.428	57.682	89.534
País Vasco	226.844	208.154	142.917	863.128	345.747	246.629	1.295.670	277.494	372.313
La Rioja	31.134	46.905	49.228	65.669	17.042	11.549	11.686	21.008	15.870

Fuente: Estadística de Sociedades Mercantiles, INE.

Cuadro 5

## Resumen creación empresas y capital invertido por volumen en CC.AA. 2012/2017

Año	Indicador	Madrid	Cataluña	Andalucía	Comunidad Valenciana
2017	Nuevas empresas	19.022	17.266	14.262	10.044
	% empresas s/total España	21,7%	19,7%	16,3%	11,5%
	Capital invertido	1.172.068	936.591	577.752	712.426
2016	Nuevas empresas	19.924	21.769	16.689	11.148
	% empresas s/total España	19,7%	21,5%	16,5%	11,0%
	Capital invertido	1.895.965	950.541	716.249	753.292
2015	Nuevas empresas	19.947	18.894	15.893	10.991
	% empresas s/total España	21,1%	20,0%	16,8%	11,6%
	Capital invertido	3.608.403	840.417	688.381	578.110
2014	Nuevas empresas	20.268	17.664	15.541	11.206
	% empresas s/total España	21,5%	18,8%	16,5%	11,9%
	Capital invertido	3.266.261	738.245	731.992	366.128
2013	Nuevas empresas	19.646	17.707	15.388	11.077
	% empresas s/total España	21,0%	19,0%	16,5%	11,9%
	Capital invertido	1.986.131	1.558.588	961.516	595.888
2012	Nuevas empresas	18.278	16.200	14.399	10.336
	% empresas s/total España	21,0%	18,6%	16,5%	11,9%
	Capital invertido	3.736.839	885.664	928.474	598.584

Fuente: Estadística de Sociedades Mercantiles, INE.

la Comunidad de Madrid concentra la mayor parte de creación de empresas en el sector de la construcción, por la importancia de las infraestructuras y edificios en la región, con más de 4.000 empresas creadas, y el sector del comercio (3.793), probablemente por una combinación de ser una región con gran atractivo turístico, gastronómico y cultural, pero al mismo tiempo por políticas liberalizadoras de comercio de esta comunidad autónoma.

Otros sectores como los servicios empresariales (3.912) de la comunicación (1.282) de las actividades financieras (1.375), todos ellos sectores con un alto valor añadido y que requieren profesionales de alta cualificación. Se trata de empresas que desarrollan actividades que requieren un alto nivel de conocimiento y de esfuerzo en investigación y normalmente son estas empresas las que crean niveles de valor y empleos más altos.

Cuadro 6

Nuevas empresas, 2017, sectores de actividad más importantes, CC.AA. y provincias

CC.AA.	Provincia	Agricoltura	Industria	Energía	Construcción	Comercio	Transporte	Hostelería	Comunicaciones	Act. Financieras	Servicios Emp.	Educación	Sanidad	Otros servicios
Andalucía	Almería	215	65	10	306	349	103	150	19	41	126	19	25	47
	Cádiz	54	64	8	289	310	40	212	31	31	165	24	43	72
	Córdoba	84	88	9	202	273	41	97	34	29	119	17	22	51
	Granada	55	94	27	272	306	65	164	61	47	168	31	38	69
	Huelva	85	34	3	121	188	23	64	16	14	56	11	13	32
	Jaén	46	64	6	103	129	29	45	17	8	57	7	6	22
	Málaga	65	168	20	1.706	994	103	739	199	82	627	64	85	219
	Sevilla	145	220	73	688	853	103	353	117	102	485	61	102	144
Aragón	Huesca	52	12	7	47	60	16	39	4	15	33	5	8	15
	Soria	12	5	5	16	21	9	18	4	7	9	1	3	4
	Teruel	19	12	3	20	25	10	20	5	2	11	3	6	6
	Zaragoza	73	128	38	351	363	58	168	52	42	199	22	33	79
Asturias	Asturias	27	80	15	271	320	41	214	50	36	164	31	31	70
Baleares	Baleares	38	134	10	1.129	446	61	466	103	90	411	29	41	130
Canarias	Las Palmas	28	91	19	370	407	50	350	78	48	245	46	45	108
	Tenerife	25	83	20	401	355	44	298	108	42	262	41	26	103
Cantabria	Cantabria	19	46	7	181	160	42	108	28	24	90	10	19	40
Castilla y León	Ávila	12	9	5	20	39	3	17	2	3	16	0	2	9
	Burgos	18	35	5	79	97	17	38	5	7	49	5	13	16
	León	20	48	8	92	153	36	71	20	18	60	13	12	30
	Palencia	8	9	4	23	36	12	21	3	7	15	5	4	6
	Salamanca	40	31	4	62	101	16	46	18	9	36	4	9	29
	Segovia	23	11	2	23	36	8	19	2	2	29	2	1	7
	Valladolid	45	39	15	112	160	42	88	20	9	118	22	21	36
	Zamora	22	8	2	28	37	11	18	3	4	15	6	4	7
Castilla-La Mancha	Ciudad Real	62	54	4	127	127	28	58	9	9	46	10	14	21
	Cuenca	39	22	15	40	55	34	23	4	3	33	3	5	9
	Guadalajara	6	15	11	70	62	16	25	7	3	30	9	7	24
	Toledo	64	104	1	171	234	63	82	18	12	77	21	11	43
	Albacete	74	43	16	113	148	27	59	21	15	52	4	9	24
Cataluña	Barcelona	71	847	70	3.490	3.576	405	1.338	851	618	2.221	249	337	619
	Gerona	33	89	13	387	369	47	238	47	49	197	25	21	63
	Lérida	75	55	17	168	154	34	68	14	18	80	22	19	19
	Tarragona	54	60	9	345	275	61	177	35	33	165	11	28	59
Comunidad Valenciana	Alicante	54	522	64	1.057	1.173	88	527	134	104	447	70	78	190
	Castellón	21	83	10	184	302	31	107	19	19	125	13	11	37
	Valencia	91	335	79	1.040	1.324	172	479	232	225	728	97	93	239
Extremadura	Badajoz	84	59	13	107	192	39	59	29	24	84	6	27	23
	Cáceres	30	22	4	56	72	20	49	14	5	59	7	13	19
Galicia	La Coruña	68	125	22	323	429	67	231	64	54	252	29	46	82
	Lugo	49	24	5	64	101	29	38	7	5	37	7	6	11
	Orense	19	43	7	61	108	20	58	16	13	45	4	14	23
	Pontevedra	40	103	8	237	426	58	178	45	57	196	23	36	81
Madrid	Madrid	203	795	278	4.235	3.793	579	1.754	1.282	1.357	3.912	484	416	999
Murcia	Murcia	167	200	49	514	688	141	212	77	58	303	41	32	76
Navarra	Navarra	22	78	26	159	177	44	78	31	46	118	18	18	34
País Vasco	Álava	6	45	7	89	70	8	35	20	25	70	6	17	17
	Bizkaia	16	111	20	336	283	52	148	77	84	297	31	45	63
	Gipuzkoa	6	93	10	246	174	33	121	36	44	149	16	27	41
La Rioja	La Rioja	10	37	14	74	96	16	38	13	31	48	6	12	16

Fuente: Elaboración propia con datos del Estudio sobre Demografía Empresarial 2017, Informa D&amp;B.

### 3. Inversión extranjera en la Comunidad de Madrid

Por el lado de la inversión extranjera recibida en España, también destaca la Comunidad de Madrid por su atracción y confianza de los inversores internacionales en la región, que la eligen como plaza preferente para sus inversiones en España. Con datos del primer semestre del año 2017, la inversión extranjera recibida en Madrid llegó casi a los 6.000 millones de euros, lo que representa el 51,6% del total nacional, dato que se eleva hasta el 61% si se tienen en cuenta, únicamente, los datos del segundo trimestre.

Los últimos datos, del tercer trimestre de 2017, también refuerzan la posición de liderazgo de Madrid como centro de atracción de capitales extranjeros, aunque la inversión extranjera en el tercer trimestre de 2017 es moderadamente inferior (un 13,8% menos) que la del trimestre anterior. La inversión extranjera bruta en la Comunidad de Madrid (excluyendo la inversión en Entidades de Tenencia de Valores Extranjeros –ETVE–, cuyo principal objeto es la tenencia de participaciones de sociedades extranjeras), ascendió a 2.870 millones de euros. En términos interanuales, la evolución es muy favorable, ya que aumenta un 20,2% interanual.

Los últimos datos muestran que la Comunidad de Madrid concentra el 61,4% del total de inversión directa extranjera que ha recibido España en el tercer trimestre del año. Con este resultado, la Comunidad de Madrid se mantiene como región líder en España en lo referente a la captación de inversión directa extranjera. En este tercer trimestre de 2017, la segunda posición la ocupa, a mucha distancia, Cataluña, con el 11,1% del total nacional, seguida de la Comunidad Valenciana (10,0% del total) (cuadro 7).

Por otra parte, la inversión extranjera bruta efectuada por la Comunidad de Madrid en el extranjero (excluyendo la inversión en ETVE) se sitúa en 3.467 millones de euros en el tercer trimestre de 2017, un 21,5% por encima frente al segundo trimestre. En términos interanuales se aprecia una reducción del 63,5%, similar a la que se observó en el trimestre anterior, aunque deben tenerse en cuenta las cifras excepcionalmente elevadas del segundo y tercer trimestre del pasado año,

de más de 21.600 millones de euros entre los dos trimestres. Este aumento intertrimestral conduce a que el peso relativo de la Comunidad de Madrid en el conjunto de España se eleve hasta el 65,5%. De esta forma, la Comunidad de Madrid mantiene este trimestre la primera posición en el *ranking* regional, seguida de Cataluña, con el 14,6%.

### 4. Causas de la creación de empresas y atracción de inversión a la Comunidad de Madrid

Estos resultados no son fruto ni del azar ni de la capitalidad, son la consecuencia de que Madrid es la comunidad autónoma con mayor nivel de libertad económica y una región atractiva, como veremos en los apartados siguientes.

#### 4.1. Ecosistema innovador madrileño

En Madrid existe un *verdadero ecosistema innovador*, es decir, se trata de un territorio inteligente en el que se producen interacciones entre todos sus agentes que aportan innovaciones colaborativas generadoras de mayor valor.

La Comunidad de Madrid en la actualidad cuenta con los elementos necesarios para aprovechar al máximo las ventajas del ecosistema de innovación regional:

#### *Centros de creación y transmisión de conocimiento*

Es sede de 15 universidades, nueve campus de excelencia internacional, tres de las mejores escuelas de negocios del mundo, 44 centros e institutos de investigación del CSIC, 20 centros de investigación sanitaria, 13 fundaciones para la investigación biomédica, siete institutos madrileños de estudios avanzados (IMDEAS) y seis parques científicos tecnológicos. En total, Madrid cuenta con más de 280 infraestructuras científicas y laboratorios, lo que convierte a la región en una amplia red de organismos generadores de conocimiento. De hecho, Madrid acoge a numerosas multinacionales que han decidido ubicar en la región sus centros de excelencia para la realización de investigaciones.

**Cuadro 7****Inversión extranjera recibida por CC.AA. en 2016 y hasta IIIT 2017**

III T 2017			Acumulado 2017			2016		
CC.AA.	M€	% Peso	CC.AA.	M€	% Peso	CC.AA.	M€	% Peso
Madrid	2.870,30	61,4	Madrid	8.734,90	53,2	Madrid	11.243,10	46
Cataluña	519,1	11,1	País Vasco	2.366,10	14,4	Cataluña	5.137,60	21
C. Valenciana	465,4	10	Cataluña	2.113,20	12,9	Sin asignar	4.451,10	18,2
País Vasco	374,2	8	C. Valenciana	1.008,70	6,1	Navarra	836,3	3,4
Sin asignar	206,7	4,4	Sin asignar	996,1	6,1	País Vasco	813,6	3,3
Andalucía	158,4	3,4	Andalucía	310,7	1,9	Baleares	571	2,3
Baleares	29,3	0,6	Baleares	275,4	1,7	Andalucía	417,8	1,7
Asturias	25,6	0,5	Castilla-La Mancha	179,6	1,1	Asturias	292,5	1,2
Extremadura	8,4	0,2	Canarias	110,3	0,7	C. Valenciana	169,8	0,7
Castilla y León	5,6	0,1	Galicia	90,5	0,6	Galicia	118,4	0,5
Aragón	4,1	0,1	Aragón	74,2	0,5	Castilla-La Mancha	104,5	0,4
Castilla-La Mancha	3	0,1	Castilla y León	37	0,2	Murcia	67,2	0,3
Galicia	1,6	0	Murcia	35,6	0,2	Extremadura	62,1	0,3
Navarra	1,4	0	Navarra	29,9	0,2	Canarias	43,7	0,2
Canarias	1	0	Asturias	29,9	0,2	Castilla y León	41,3	0,2
Murcia	0,5	0	Extremadura	23,3	0,1	Aragón	37,8	0,2
Ceuta y Melilla	0	0	Cantabria	1,1	0	Cantabria	20,3	0,1
Cantabria	0	0	Ceuta y Melilla	0,5	0	La Rioja	7,6	0
La Rioja	0	0	La Rioja	0,2	0	Ceuta y Melilla	0,6	0

Fuente: Elaboración propia con datos de la Subdirección General de Comercio Internacional de Servicios e Inversiones del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

*Capital humano cualificado*

Ahora bien, estos centros de creación y transferencia de conocimiento de excelencia son solo posibles gracias a que Madrid cuenta con un capital humano altamente capacitado. En el 2017, la región ocupa una posición puntera respecto a la población con educación superior, ya que el 43% de la población tiene estudios universitarios y un 34,3% educación superior.

No es de extrañar, por tanto, que en la Comunidad de Madrid un total de 48.701 personas se dedicaran a actividades de I+D, en equivalencia a jornada completa en el año 2016. Fueron 1.343 personas más que en 2015 y el colectivo de investigadores alcanzó la cifra de 29.287,3 personas en equivalencia a jornada completa,

representando el 60,1% del personal total dedicado a I+D en la Comunidad de Madrid. Todo ello ha supuesto que Madrid sea la región que mayor número de personas tiene empleadas en actividades de I+D tanto por cifras totales de personal dedicado como por número de investigadores, el 23,7 y el 23,13% del total nacional, respectivamente.

*Tejido empresarial*

Madrid posee un tejido empresarial capaz de absorber el conocimiento y participar en la generación de I+D+i. Durante el año 2017, en Madrid se situaron más del 25% de las principales empresas de alta tecnología de España, todas las grandes operadoras de comunicaciones de España y cerca del 50% de todas

las empresas del sector TIC residen en Madrid; de hecho, la región albergó el 37% de todas las empresas TIC españolas. Si a esto sumamos que el 72% de las empresas biomédicas y farmacéuticas del mundo y el 23% de todas las empresas de biotecnología están también en Madrid, observamos que en los últimos años Madrid ha tenido un gran éxito atrayendo y creando un ecosistema de empresas del sector de la salud. Además, Madrid concentra más del 67% de las empresas del sector aeroespacial que sirven de tractoras sobre el resto del tejido empresarial, lo que convierte a Madrid en uno de los mayores *clusters* aeronáuticos de Europa.

Hay que señalar que la *Comunidad de Madrid lidera en el contexto nacional la inversión en I+D, tanto pública como privada, en el año 2017*: en Madrid se invierte uno de cada cuatro euros dedicados a I+D en España. La región madrileña ocupa la primera posición en el contexto estatal de inversión en I+D, el 26,5% del total español y en financiación privada con el 36,6% del total nacional. Los datos corroboran que el ecosistema innovador madrileño es el fruto de un protagonismo claro del sector privado con una clara interacción con el sector público, en el que la innovación y la tecnología ocupan un lugar predominante en la agenda política del gobierno regional, convirtiéndose en aglutinador de todos los elementos de este ecosistema.

Estos datos ponen de manifiesto que en Madrid existe un círculo virtuoso que corrobora la hipótesis de que las inversiones en I+D+i públicas y privadas suelen ser fuertemente complementarias. En Madrid, una comunidad autónoma donde la inversión privada en I+D+i es muy elevada, aumentan los incentivos para atraer nuevas inversiones privadas y esta dinámica, a su vez, incrementa la capacidad del territorio de absorber fondos públicos, tanto los propios de la región como aquellos que se vehiculan a través de programas competitivos que requieran la cofinanciación privada.

Se debe subrayar también que *el gasto en I+D representó en 2016 (último dato disponible) el 1,66% del PIB en la Comunidad de Madrid* (España el 1,19%), siendo Madrid la segunda región con más intensidad en

el gasto en I+D. Las comunidades con mayor porcentaje de gasto en actividades de I+D sobre el PIB fueron País Vasco (1,89% del PIB), Comunidad de Madrid (1,66%), Comunidad Foral de Navarra (1,62%) y Cataluña (1,46%). Estas cuatro comunidades fueron las únicas con cifras de intensidad en gasto en I+D superiores a la media nacional. Por el contrario, las que registraron menores porcentajes de gasto en I+D sobre su PIB fueron Illes Balears (0,33% del PIB), Canarias (0,47%) y Castilla-La Mancha (0,57%).

Es decir, Madrid ocupa una posición predominante en el gasto en I+D en España, pero no debemos olvidar que la media de la UE fue del 2,05%, y que, por tanto, el objetivo de Madrid debería ser alinearse con los valores de las ciudades más innovadoras. Además, es importante señalar que *Madrid es también la región con mayor volumen de gasto en innovación tecnológica de España* (5.127.755 euros), absorbiendo el 37% del total nacional, siendo Cataluña (24,3%) y País Vasco (9,9%) los segundos y terceros, respectivamente, de acuerdo con la encuesta sobre innovación de las empresas elaborada por el INE con los últimos datos disponibles de 2016.

Entre los indicadores de innovación más interesantes de esta encuesta, destaca que el 22,0% de la cifra de negocios de las empresas madrileñas con actividades de innovación correspondió a productos nuevos o mejorados, lo que supone un incremento del 60,7% respecto al año anterior. Madrid ocupa así el segundo puesto en el *ranking* por regiones e incrementa su posición en tres puestos respecto al 2015 (cuadro 8).

#### 4.2. Localización estratégica e infraestructuras de primer nivel

La localización estratégica de Madrid le confiere una posición privilegiada de acceso a los mercados de Europa, América Latina y norte de África, convirtiendo su ubicación en un factor de competitividad indispensable. De este modo, la región se convierte en la puerta de acceso a un elevado número de consumidores cifrado en más de 1.600 millones. El aeropuerto de Barajas se ha convertido en la puerta entre Europa y Latinoamérica, concretamente

**Cuadro 8****Ranking regional sobre innovación en las empresas**

Empresas con actividades innovadoras		Gasto en innovación tecnológica		Intensidad de innovación total de empresas		Porcentaje de la cifra de negocios en productos nuevos o mejorados	
Total nacional	15.648	Total nacional	13.875.481	País Vasco	2,2	País Vasco	26,3
Cataluña	3.602	C. Madrid	5.127.755	Navarra	1,06	C. Madrid	22,2
C. Madrid	2.958	Cataluña	3.367.060	Cataluña	0,98	La Rioja	19,9
C. Valenciana	1.929	País Vasco	1.370.060	Castilla y León	0,97	Aragón	19,2
Andalucía	1.712	C. Valenciana	827.094	C. Madrid	0,91	Total nacional	16,7
País Vasco	1.587	Andalucía	759.321	Total nacional	0,89	Cantabria	16,0
Galicia	900	Galicia	504.024	Aragón	0,78	Cataluña	14,9
Castilla y León	587	Castilla y León	494.508	Galicia	0,73	Galicia	13,7
Aragón	570	Aragón	321.766	La Rioja	0,71	Navarra	13,7
Murcia	563	Navarra	260.454	Asturias	0,64	Baleares	10,7
C.-La Mancha	548	C.-La Mancha	245.457	C.-La Mancha	0,62	Asturias	10,0
Canarias	483	Murcia	193.411	Andalucía	0,56	Andalucía	9,7
Navarra	402	Asturias	150.322	C. Valenciana	0,54	Murcia	9,6
Asturias	304	Cantabria	69.987	Cantabria	0,51	Castilla y León	9,4
Extremadura	272	Canarias	56.553	Murcia	0,48	C. Valenciana	7,3
Baleares	207	La Rioja	41.911	Extremadura	0,32	Extremadura	5,6
La Rioja	203	Baleares	35.370	Canarias	0,18	C.-La Mancha	5,2
Cantabria	159	Extremadura	29.371	Baleares	0,15	Canarias	3,9

Fuente: Encuesta sobre innovación en las empresas, 2016. INE.

en 2017, Barajas cubrió el 20% del total de conexiones entre Europa y Latinoamérica y el 35% del tráfico aéreo entre Europa y América Latina partió desde Madrid. Es importante considerar que el aeropuerto de Barajas es el primero español y el quinto de Europa por tráfico de pasajeros y mercancías, posee capacidad para 70 millones de pasajeros al año y todavía existe un alto margen de crecimiento del tráfico sin peligro de congestión. Si a ello, se une la excepcional conectividad intermodal del mismo, el aeropuerto se encuentra a 12 km de la ciudad y lo que es aún más importante, la intensa red de metros de

cercanías y de autobuses lo conectan con el centro de la ciudad de Madrid y su entorno metropolitano, convierten a esta región en un lugar idóneo para la creación y crecimiento de las empresas. El sistema de transportes madrileño es altamente sofisticado, competitivo y eficiente y, además, Madrid es una de las capitales del mundo con menor congestión, con mucho menos tráfico que la mayoría de las capitales europeas.

Madrid es el origen y centro de la red nacional de transportes y se encuentra como máximo a seis horas



por carretera de cualquier punto de España. Si, además, se tiene en cuenta la densa red regional de auto-vías que conectan tanto a los municipios madrileños como con la red nacional, Madrid se convierte en la región óptima tanto para la atracción de inversión nacional como extranjera y para la creación de empresas indicada en los primeros apartados.

### 4.3. Seguridad jurídica y fiscalidad

La política económica madrileña basada en la rebaja de impuestos y en la eliminación de trabas, genera confianza y seguridad jurídica, que son las claves que permiten desarrollar la actividad económica y atraer a nuevas empresas. En la Comunidad de Madrid se impulsa una política fiscal incentivadora, capaz de atraer inversión y de hacer que aumente la disponibilidad de recursos en manos de los ciudadanos, lo que permite dinamizar la economía. La tributación personal contiene normas muy favorables para los residentes (tipo medio más bajo entre las principales capitales europeas), patrimonio (bonificación al 100%) y sucesiones y donaciones (bonificación del 99%), gracias a lo cual los madrileños y las empresas en las que trabajan tienen más recursos para ahorrar, invertir o consumir.

### 4.4. Calidad de vida única

La calidad de vida de la región y la atracción de empresas a la misma es un binomio inseparable que tiene cada vez mayor peso a la hora de decidir el lugar de inversión y expansión de las empresas.

Madrid es una de las capitales más seguras de Europa mostrando una de las tasas de criminalidad más bajas de todas las capitales europeas. Un clima soleado y agradable una gran oferta cultural, gastronómica y de compras convierten a la región en un lugar muy atractivo para las empresas y sus trabajadores. Además, el hecho de contar con servicios de alto nivel educativo y un sistema de salud universal y altamente desarrollado con uno de los estándares de calidad más elevados de Europa y una fuerte apuesta por la sostenibilidad ambiental (más de la mitad del territorio está protegido por razones medioambientales)

han provocado una alta demanda por parte de trabajadores cualificados que valoran no solo unos salarios elevados sino que para ellos es igual o incluso más importante una elevada calidad de vida tanto en el trabajo como fuera del mismo. Según el *European Cost of Living Index, 2016*, Madrid ofrece un coste de vida que se encuentra entre los más bajos de Europa occidental, lo que en combinación con la elevada calidad de vida convierten a la región en un lugar adecuado para vivir y trabajar.

## 5. Conclusiones

La inversión, la atracción de capitales, la creación o localización de nuevas empresas, en definitiva, el crecimiento de la actividad económica, son esenciales para que un país o una región prosperen y los datos ponen de relieve que la Comunidad de Madrid es la región elegida preferentemente por los empresarios e inversores para aportar su capital y crear nuevas empresas.

En el año 2017 Madrid lideró la creación de nuevas empresas en España, con un total de 20.437 y un crecimiento de un 2% respecto al año anterior, de acuerdo con el estudio de *Demografía empresarial*. En términos relativos, respecto al total de las nuevas empresas creadas en España, una de cada cinco de las nuevas compañías se ha creado en esta región. La Comunidad de Madrid también ha liderado la concentración de nuevo capital suscrito con 1.270 millones de euros.

Desde el año 2008, a excepción del año 2016 donde quedó en segundo lugar detrás de Cataluña, Madrid lidera el *ranking* de creación de nuevas empresas. Si se mide el peso de las nuevas empresas creadas en cada región respecto al total de España, la Comunidad de Madrid desde el año 2010 supera el 20%. Además, la Comunidad de Madrid ha liderado el *ranking* de capital suscrito por las empresas de nueva creación desde el año 2008 hasta el 2017 inclusive.

El dinamismo de la Comunidad de Madrid deviene de un conjunto de factores, algunos derivados del azar, como puede ser la región situada en el centro geográfico del país, otros que podrían explicarse por ser la sede de la capital del Reino de España, pero los más

importantes y que han convertido a la región en un centro de atracción de capitales, ha sido el buen funcionamiento de un ecosistema innovador en el que sus piezas están perfectamente engranadas y en el que las instituciones madrileñas fomentan las condiciones necesarias para apoyar los nuevos emprendimientos y desarrollar las infraestructuras de primer nivel para convertir a Madrid en el epicentro de la actividad empresarial de España.

#### NOTA

(1) Estudio sobre Demografía Empresarial 2017, Informa D&B.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Adner, R. (2006), «Taxes and Foreign Direct Investment Attraction: A Literature Review», en Harvard Business Review.
- Europe (2016), Cost of Living Index by Country, Numbeo.
- INE (2016), *Encuesta sobre innovación de las empresas*.
- INE (2017), Estadística sobre sociedades mercantiles.
- INFORMA, *Estudio sobre Demografía Empresarial 2017*, Informa D&B, enero, 2018.
- Mercan, B. (2011), «Components of Innovation Ecosystems: A Cross-Country Study International Research», en *Journal of Finance and Economics- ssue 76*.
- Rogerson, R. (1999), «Quality of Life and City Competitiveness», en *Urban Studies*, vol. 36.



## PERSPECTIVAS

**Coordinador:**

**Antonio Pulido San Román**

*Catedrático Emérito, UAM*

# ¿EXPANSIÓN MANTENIDA 2018-2019 O DESACELERACIÓN?

**Antonio Pulido San Román**

*Catedrático Emérito. Universidad Autónoma de Madrid*

## RESUMEN

La economía mundial se espera que mantenga ritmos sin grandes cambios. Ponderando la importancia de las diferentes áreas para España también puede confiarse en un entorno exterior estable, con una mejoría en el conjunto de Latinoamérica. Para la economía española las perspectivas más compartidas son de ligera y progresiva desaceleración en 2018-2019. Entre los riesgos destacan posibles correcciones en los mercados financieros internacionales.

## PALABRAS CLAVE

Crecimiento, Incertidumbre, Consenso predicciones.

### 1. Descifrando futuros en entornos VICA

Cuando el entorno se hace más inseguro, cambiante y afecta a mayor número de condicionantes de las decisiones de los agentes económicos y sociales, tomar decisiones respecto al futuro se hace más difícil.

Los entornos de decisión se han hecho, progresivamente, más volátiles (inesperados y/o inestables), inciertos (se desconocen si ocurrirán y cuándo), complejos (con muchos aspectos interconectados) y ambiguos (relaciones causales desconocidas y/o sin precedentes) (cuadro 1).

Predecir en estas circunstancias se hace especialmente complicado. La incertidumbre económica, aunque baja en la actualidad, cambia con rapidez. Los riesgos son

múltiples tanto a escala mundial (geopolíticos, tecnológicos o financieros) como idiosincráticos de nuestra economía (alto endeudamiento, gobiernos en minoría, tensiones independentistas y reordenación territorial).

Aunque la existencia de estos contextos socioeconómicos difíciles, afectan a todo el proceso de toma de decisiones, su impacto más directo está en la necesidad de mejorar nuestra información y estrategias sobre el futuro (gráfico 1).

### 2. Un entorno internacional favorable

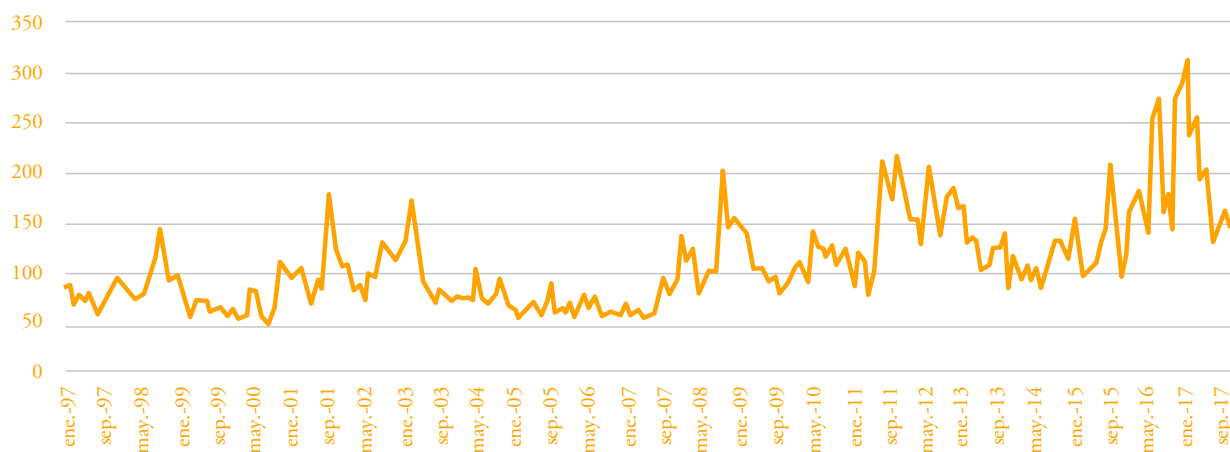
Seguimos en esa *economía mundial del 3%* para los próximos años, que comentamos en nuestro anterior balance, prácticamente sin revisión significativa de

**Cuadro 1**  
**Entornos VICA**

<b>Volátiles</b>	Cambios inesperados y/o inestables y de duración desconocida
<b>Inciertos</b>	Se desconoce si ocurrirán y cuándo
<b>Complejos</b>	Tienen múltiples aspectos interrelacionados y que pueden dar lugar a una cadena de efectos autoalimentados
<b>Ambiguos</b>	Las relaciones causa-efecto no son claras y/o sin precedentes

Fuente: Elaboración propia.

**Gráfico 1**  
**Índice global de incertidumbre económico-política**



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, octubre 2017.

predicciones por parte de los principales organismos internacionales, aunque ligeramente al alza (gráfico 2 y cuadros 2 y 3).

En los años previos a la crisis (2005-2007) el mundo crecía algo más del 5%, con los mercados emergentes y economías en desarrollo haciéndolo al 8% y economías avanzadas por debajo del 3%. En los años centrales e inmediatamente posteriores de la crisis (2008-2016), el mundo se desacelera, en promedio, a entornos del 3%, con una caída acusada de ritmos de las economías avanzadas (hasta el 1% en promedio), que compensa el resto del mundo, aunque con una ligera desaceleración del orden de tres puntos porcentuales (del 8 al 5%)

Lo previsto para 2018-2019 es repetir a escala mundial crecimientos ligeramente por encima del 3,5%, pero ahora con una mayor compensación entre economías desarrolladas (alrededor del 2%) y emergentes o en desarrollo (promedio del 4,5-5%). Una mayor desagregación pone de manifiesto el ritmo dispar previsto tanto para dentro del mundo más desarrollado como también de los mercados emergentes (cuadro 4).

Valorar el impacto del entorno internacional para la economía española exige ponderar países y zonas por la importancia de sus conexiones con nuestro país, que no coincide con su peso en la economía mundial, medido por su participación en el PIB global.

El análisis a este nivel de desagregación es posible gracias a los trabajos en esta línea del Banco de España (2016) sobre conexión económica a escala de países (Molina, L.; López, E. y Alberola, E., *El posicionamiento exterior de la economía española*). Para ello han elaborado un índice (IPEX) a partir del reparto, país a país, de nuestras exportaciones de bienes, turismo, otros servicios y el *stock* de activos financieros acumulados por la inversión extranjera directa de nuestro país en el exterior.

Para España, la UE pesa más del 40% y Asia, por ejemplo, menos de un 3% a pesar de concentrar casi un tercio del PIB mundial (cuadro 5 y gráfico 3).

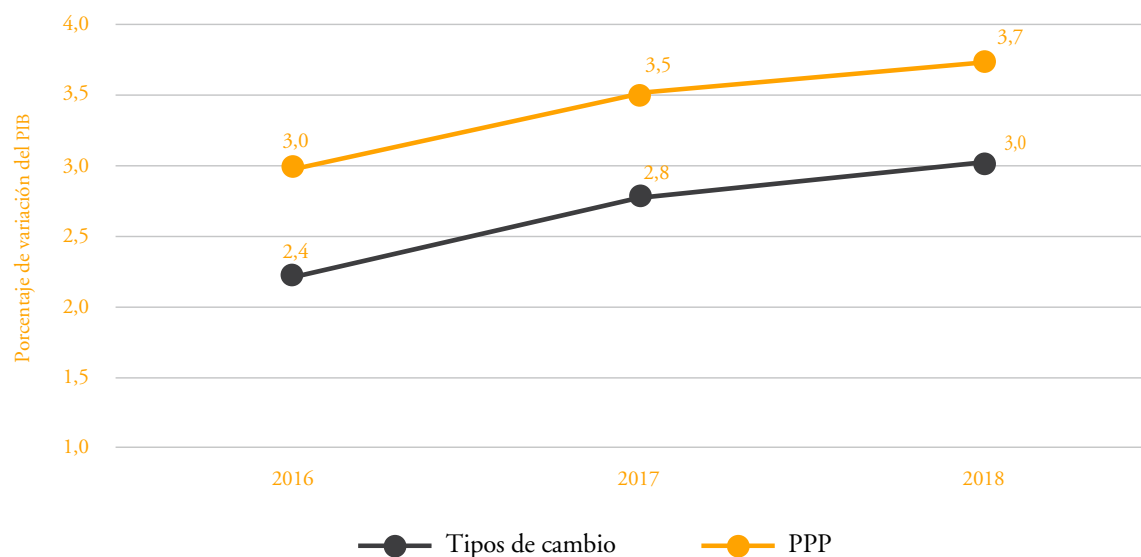
### 3. Consenso de expertos 2018-2019

Son habituales las discrepancias entre predicciones de crecimiento a uno o dos años de medio punto de porcentaje o incluso superiores. Pero son excepcionales (y especialmente relevantes) los puntos de cambio de tendencia (*turning point*) en que una parte de los predictores se sitúan en posición de cambio y otros apuestan por la continuidad de ritmos.

En el momento actual hay dos posiciones claramente dispares para el crecimiento de la economía española en 2018-2019.

**Gráfico 2****Economía mundial**

(Porcentaje de variación PIB real)



Fuente: Promedio de OCDE, FMI, World Bank, Naciones Unidas y Comisión Europea.

**Cuadro 2****Economía mundial. Predicciones de las principales instituciones internacionales**

(Porcentaje de variación del PIB en PPC y tipos de cambio)

Institución	Último dato de...	Unidad de medida	2018	2019	Predicciones hace 6 meses		Variación respecto hace 6 meses	
					2018	2019	2018	2019
Comisión Europea	nov-17	PPP	3,7	3,7	3,6	–	0,1	–
		Tipos de cambio	–	–	–	–	–	–
FMI	oct-17	PPP	3,7	3,7	3,6	3,7	0,1	0,0
		Tipos de cambio	3,1	3,0	3,0	3,0	0,1	0,0
OCDE	nov-17	PPP	3,7	3,6	3,6	–	0,1	–
		Tipos de cambio	–	–	–	–	–	–
Link Global Economic Outlook (Naciones Unidas)	oct-17	PPP	3,7	3,7	3,7	–	0,0	–
		Tipos de cambio	2,9	3,0	2,9	–	0,0	–
World Bank	ene-18	PPP	–	–	–	–	–	–
		Tipos de cambio	3,1	3,0	2,9	–	0,2	–
Promedio		PPP	3,7	3,7	3,6	3,7	0,1	0,0
		Tipos de cambio	3,0	3,0	2,9	3,0	0,1	0,0

Fuente: Datos de OCDE, FMI, World Bank, Naciones Unidas y Comisión Europea.

### Cuadro 3

#### Predicciones de paneles de centros privados

(Porcentaje de variación del PIB en tipos de cambio)

Institución	Último dato de...	2018	2019	Predicciones hace 6 meses		Variación respecto hace 6 meses	
				2018	2019	2018	2019
EIU	dic-17	2,8	2,8	2,4	–	0,4	–
Consensus	dic-17	3,2	–	3,0	–	0,2	–
Focus Economics	dic-18	3,2	3,1	3,1	–	0,1	–

Fuente: EIU, Consensus y Focus Economics.

### Cuadro 4

#### Comparativa internacional 2018 y 2019 respecto a crecimientos en etapas precedentes

(Tasas de variación real del PIB, ponderación PPA)

	2005-07	2008-16	2017	2018	2019
<b>Mundo</b>	5,3	3,3	3,6	3,7	3,7
<b>Economías avanzadas</b>	2,8	1,1	2,2	2,0	1,8
EE.UU.	2,6	1,3	2,2	2,3	1,9
Eurozona	2,6	0,4	2,1	1,9	1,7
Japón	1,6	0,4	1,5	0,7	0,8
<b>Mercados emergentes y economías en desarrollo</b>	7,9	5,1	4,6	4,9	5,0
Europa Central y del Este	6,1	3,4	4,5	3,5	3,3
Asia en desarrollo	10,2	7,4	6,5	6,5	6,5
Latinoamérica	5,3	2,1	1,2	1,9	2,4
Oriente Medio y Norte de África	5,4	3,7	2,2	3,2	3,2

Fuente: FMI, *World Economic Outlook* (octubre 2017).

La opinión predominante es la desaceleración progresiva aunque ligeramente revisada al alza en los últimos meses y con la incógnita de los últimos acontecimientos de desorden territorial (gráficos 4 y 5 y cuadro 6).

Pero no nos equivoquemos: los riesgos de predicción sobrevuelan la economía mundial; lo reconocen muchos analistas e instituciones internacionales.

Los avisos sobre reajustes potenciales en los mercados financieros han llevado a valorar escenarios más pesimistas que los del actual consenso de predictores para 2018 y 2019. La sobrevaloración de esas posibles tensiones financieras de futuro ha sido objeto de crítica por algunos analistas.

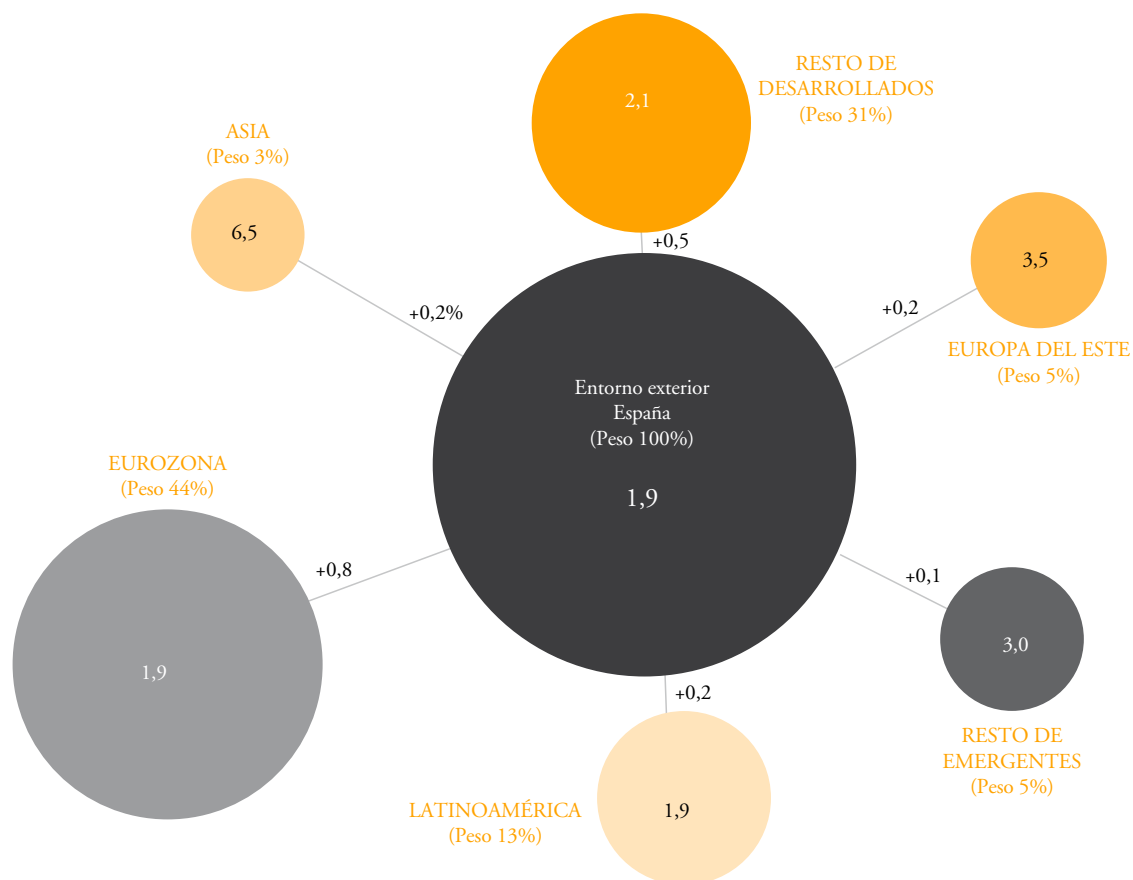
Además y con todas sus incertidumbres, se han realizado algunas estimaciones sobre los efectos del proceso independentista de Cataluña, principalmente en 2018.

**Cuadro 5**  
**El peso del mundo para España**

	Peso mundial	IPEX
Eurozona	16,9%	43,6%
Resto de desarrollados	36,1%	31,3%
<b>Países desarrollados</b>	<b>53,0%</b>	<b>74,9%</b>
Latinoamérica	7,8%	13,1%
Asia	31,4%	2,7%
Europa del este	1,8%	4,7%
Resto de emergentes	5,9%	4,6%
<b>Países emergentes</b>	<b>47,0%</b>	<b>25,1%</b>

Fuente: Banco Mundial y Molina, L.; López, E. y Alberola, E. (2016), «El posicionamiento exterior de la economía española», Banco de España, Doc. Ocasional núm. 1502.

**Gráfico 3**  
**El entorno exterior de crecimiento para España**

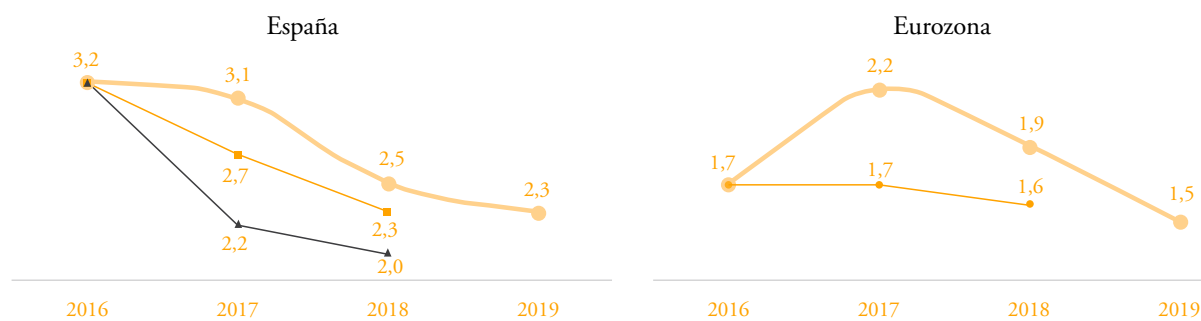


Fuente: Elaboración propia a partir del consenso de predicciones de FMI. Molina, L.; López, E. y Alberola, E. (2016), «El posicionamiento exterior de la economía española», Banco de España, Doc. Ocasional núm. 1502. FMI (octubre 2017).



**Gráfico 4**

**Desaceleración de ritmos progresiva**



Fuente: Consensus Forecast. En línea naranja las predicciones de PIB en mayo 2017, y en gris para España las predicciones de noviembre 2016.

**Cuadro 6**

**Consenso de predicciones de crecimiento para España**

	Fecha predicción	2018	2019
Gobierno	oct-17	2,3	2,3
Banco de España	dic-17	2,4	2,1
CE	nov-17	2,5	:
FMI	oct-17	2,5	2,0
The Economist	dic-17	2,6	2,4
Consensus Forecast	dic-17	2,5 máx. 2,7 mín. 2,1	2,2 : :
Focus Economics	ene-18	2,6 máx. 3,1 mín. 2,1	2,3 máx. 2,7 mín. 1,8
Panel FUNCAS	nov-17	2,6 máx. 3,0 mín. 2,4	: : :
CEPREDE	nov-17	2,5	2,3
Consenso		2,5	2,2
Discrepancia*		0,3	0,4

\* Diferencia entre previsión máxima y mínima

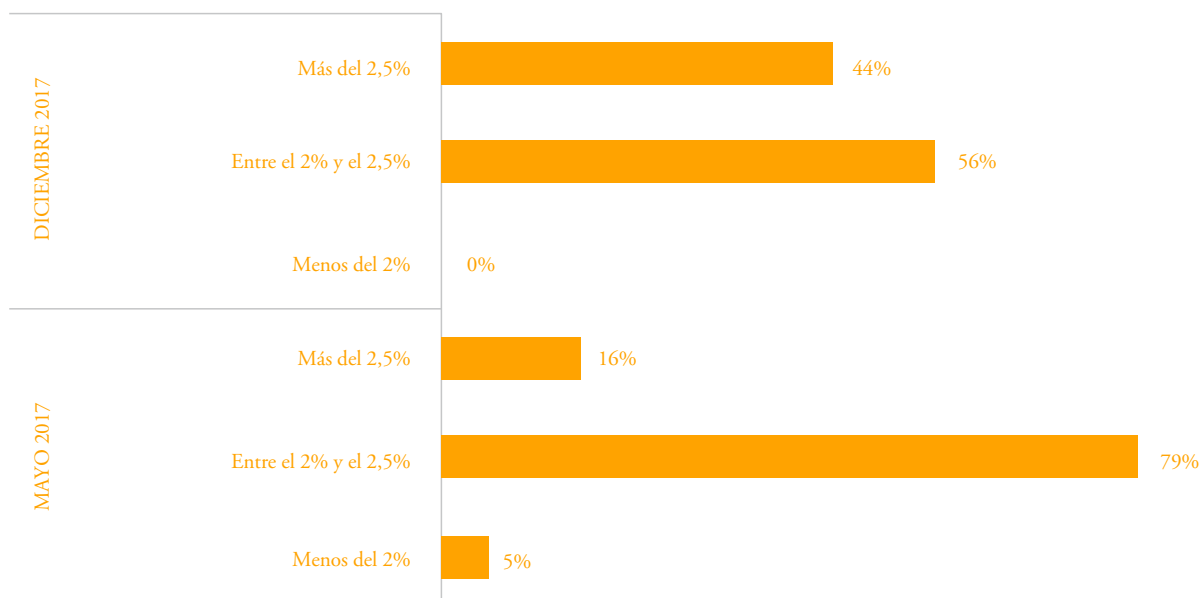
Fuente: Publicaciones de las instituciones de referencia.

El impacto podría suponer reducir el crecimiento de la economía española en décimas de punto e incluso superar el medio punto de porcentaje si la incertidumbre

político-económica tarda en revertir. Pero esta historia está aún por escribir. Para más detalle nos remitimos a nuestro informe en el Consejo General de Economis-

## Gráfico 5

## Probabilidades de ritmos de crecimiento según paneles de centros privados



Fuente: Consensus Forecast (diciembre 2017).

tas (Pulido, A. y Pérez, J., *Valorando riesgos e incertidumbres de futuro de la economía española*).

## BIBLIOGRAFÍA

- Baker, S. R.; Bloom, N. y Davis, S. J. (2016), «Measuring economic policy uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, Is. 4 Nov. 2016
- Bennett, N.; Lemoine, J. (2014), «What VUCA really means for you», *Harvard Business Review*, vol. 92, ním. ½.
- Molina, L.; López, E. y Alberola, E. (2016), «El posicionamiento exterior de la economía española», Banco de España, Documento Ocasional 1502.
- Pulido, A. y Pérez, J. (2017), *Valorando riesgos e incertidumbres de futuro de la economía española*, Consejo General de Economistas, diciembre 2017.
- Comisión Europea (2017), *European Economic Forecast Autumn 2017*, noviembre 2017.
- Consensus Economics Inc. (2017), *Consensus Forecast*, diciembre 2017.
- FMI (2017), *World Economic Outlook*, octubre 2017.
- Focus Economics (2017), *Consensus Forecast Euro Area*, enero 2018.
- FUNCAS (2017), «Panel de previsiones de la economía española», noviembre 2017.
- OCDE (2017), *OCDE Economic Outlook*, noviembre 2017.
- The Economist Intelligence Unit (2017), *The Economist Print edition*, diciembre 2017.

## RIESGOS ECONÓMICOS Y GEOPOLÍTICOS PARA LA ECONOMÍA MUNDIAL

**Federico Steinberg**

*Profesor del Departamento de Análisis Económico. Universidad Autónoma de Madrid.  
Investigador del Real Instituto Elcano*

**José Pablo Martínez**

*Ayudante de investigación del Real Instituto Elcano*

---

### RESUMEN

Este artículo analiza los riesgos a los que se enfrenta la economía mundial en 2018. Tras subrayar que por primera vez desde la gran recesión de 2008-2010 asistimos a un crecimiento sincronizado en prácticamente todo el mundo, que podría dejar atrás la temida hipótesis del *estancamiento secular*, se analizan las principales amenazas a este renovado dinamismo económico. El principal foco de incertidumbre continuará girando alrededor de las erráticas y aislacionistas políticas de Donald Trump. Pero tanto en la Unión Europea como, sobre todo, en Oriente Medio y en Asia también existen importantes focos de tensión.

### PALABRAS CLAVE

Riesgos, Política económica, Globalización.

---

### 1. Introducción

El 2017 fue un año de relativa calma en el que ninguno de los principales riesgos geopolíticos que acechaban la economía mundial se materializó: ni Donald Trump llevó a cabo sus promesas electorales más polémicas, ni la economía china experimentó un aterrizaje brusco, ni las propuestas populistas volvieron a ganar elecciones en la zona euro, aunque los motivos del descontento entre la ciudadanía continuaran estando presentes. Esta situación ha permitido una aceleración sincronizada del crecimiento económico en la mayoría de los países, tanto emergentes como desarrollados, que parece apuntar hacia un próximo final de la larga resaca de la gran recesión iniciada en 2008. Se trata sin duda de buenas noticias, ya que, de confirmarse, desterrarían definitivamente la temida hipótesis del *estancamiento secular* (Baldwin y Teulings, 2015) que tanto viene preocupando a economistas y políticos en los últimos años.

No obstante, cabe señalar que casi todos estos riesgos, lejos de desaparecer, permanecen latentes. Y que además hay nuevos focos de tensión a considerar. EE.UU. no

parece que vaya a destruir el orden económico liberal y abierto, pero sí que dejará de liderarlo y realizará pequeños movimientos que continuarán socavando el débil sistema de gobernanza de la globalización (Wolf, 2018). Los temores al populismo en Alemania y Francia dejan paso a los de Italia, Corea del Norte continuará siendo el principal riesgo geopolítico mundial, Arabia Saudí e Irán experimentan tensiones internas y América Latina se prepara para elegir a una nueva hornada de dirigentes.

Por otra parte, la economía mundial debe afrontar diversas tendencias globales que marcarán de manera inexorable su devenir a lo largo de las próximas décadas, tales como la cuarta revolución industrial, la transición del multilateralismo a la rivalidad multipolar, o el desplazamiento del centro de gravedad geopolítico del Atlántico al Pacífico.

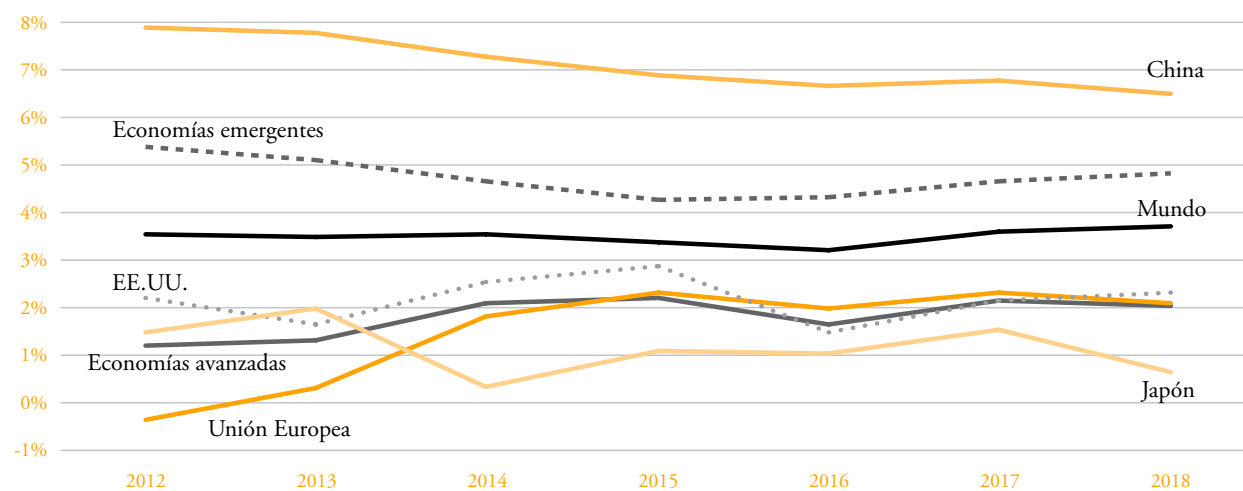
### 2. Buenas perspectivas macroeconómicas

Tras varios años de desaceleración económica mundial, en 2017 se produjo un significativo cambio de

Gráfico 1

## Tasa de crecimiento de la economía mundial

Datos en porcentaje



Fuente: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, octubre 2017.

tendencia a nivel global que reflejaría la posibilidad de estar dejando definitivamente atrás los últimos coletazos de la gran recesión e iniciando una nueva etapa de mayor dinamismo (ver gráfico 1). EEUU alcanza el pleno empleo, las incertidumbres políticas apenas afectan a la economía de la Unión Europea, Japón empieza a recoger algunos frutos de la estrategia Abenomics, China maneja eficazmente la transformación de su modelo productivo, India continúa creciendo a gran velocidad, y tanto Rusia como Brasil logran salir de las intensas recesiones sufridas los años anteriores. Este escenario positivo se ha reflejado en el incremento del precio de las *commodities*, en especial del petróleo, cuyo barril ya se ha estabilizado por encima de los 60 dólares tras el acuerdo entre la OPEP y Rusia para limitar su producción (cuya reciente renovación aleja la posibilidad de importantes fluctuaciones en el precio durante 2018); así como en el aumento del 3,6% en el volumen del comercio mundial. En este contexto, solo la baja inflación (que se resiste a superar los objetivos marcados por los principales bancos centrales, pese a las extraordinariamente laxas condiciones monetarias de la última década, lo que refleja una insuficiencia de demanda y los estragos del aumento de la desigualdad) impide decir que hayamos entrado en un nuevo círculo virtuoso de crecimiento.

Las últimas previsiones lanzadas por el FMI para 2018, después de que el organismo internacional haya modificado al alza sus pronósticos de hace un año (ver gráfico 2), dan continuidad a dicho escenario, en la medida en que auguran una mayor aceleración por parte de las economías emergentes y cierta estabilización en el crecimiento del bloque de las desarrolladas (FMI, 2017). De hecho, aunque el nivel de endeudamiento mundial sigue siendo elevado, el crédito vuelve a crecer con fuerza y en algunos países se podrían estar sembrando las semillas de nuevas burbujas inmobiliarias.

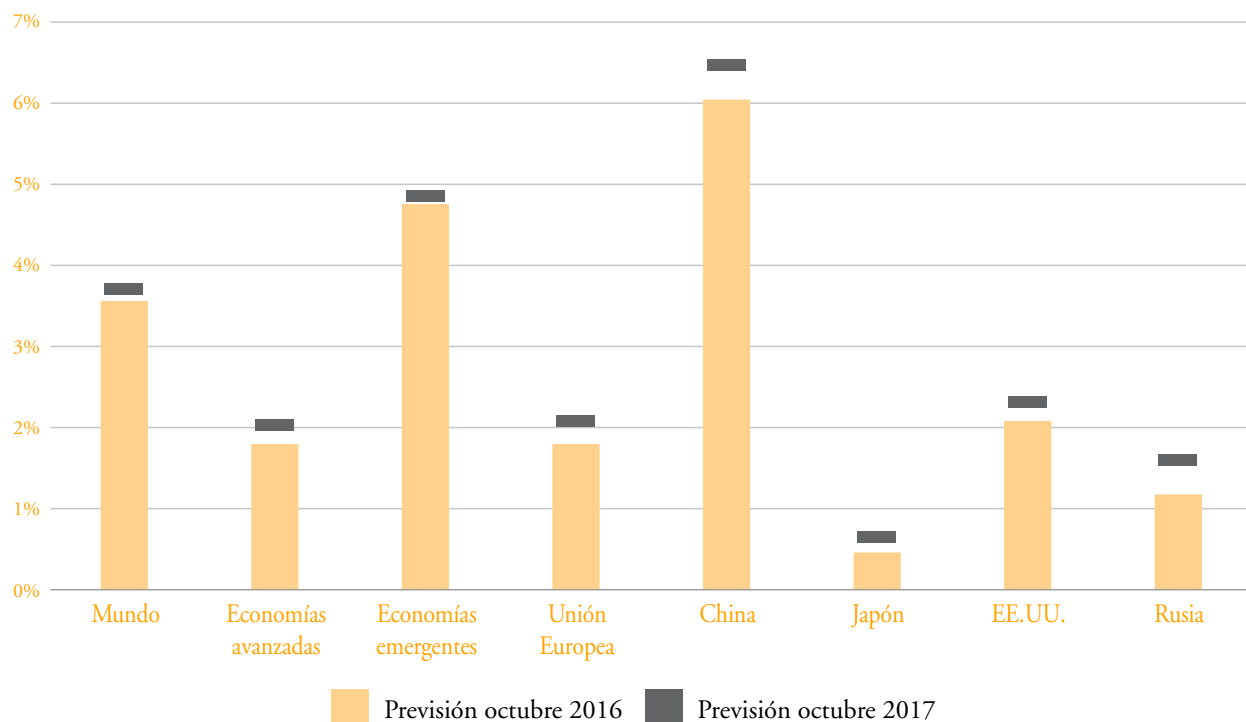
### 3. En un entorno de riesgos latentes

No obstante, como cada año, durante 2018 habrá diversos riesgos económicos y geopolíticos amenazando las previsiones de crecimiento. La mayoría de estos riesgos ya estuvieron presentes en 2017. De hecho, lejos de desaparecer, han evolucionado incorporando nuevos factores a tener en cuenta. Asimismo, casi todos estos riesgos tienen una baja probabilidad de materializarse y, el único de ellos que sería sistémico –un enfrentamiento militar entre EEUU y Corea del Norte– debería poder evitarse. Por todo ello, y a pesar de

**Gráfico 2**

**Evolución de previsiones de crecimiento del FMI para 2018**

Datos en porcentaje



Fuente: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, octubre 2016 y octubre 2017.

los enormes cambios en los equilibrios de poder que está experimentando el mundo, 2018 debería ser un año relativamente tranquilo.

En su primer año de mandato como presidente estadounidense Donald Trump ha conseguido aprobar su prometida reforma fiscal, la más profunda desde la Administración Reagan, que supondrá un recorte generalizado de impuestos en todos los tramos de los impuestos directos sobre la renta y, muy especialmente, en los gravámenes a las empresas (Frankel, 2017). Más allá de que este estímulo pueda impulsar el crecimiento a corto plazo, lo más probable es que el presumible incremento de la deuda pública y de la inflación empuje a la Reserva Federal a elevar con mayor ímpetu los tipos de interés, con el riesgo que ello podría suponer para la estabilidad de los mercados financieros internacionales debido a una posible brusca apreciación del dólar. En este sentido, y aunque el nuevo presidente de la Fed, Jerome Powell,

parece que continuará las políticas de su antecesora, Janet Yellen, sus primeros meses en el cargo mantendrán a los mercados financieros alerta.

En política internacional todo indica que la Administración Trump ha desechado dos de las promesas electorales que suponían una mayor amenaza a la estabilidad económica mundial: ni sacará a EE.UU. de la Organización Mundial del Comercio (OMC), ni parece que vaya a iniciar una guerra comercial con China (tampoco ha derogado el NAFTA; por el momento, lo está renegociando). Así pues, ya sea por el poderoso sistema de contrapesos institucionales estadounidense, por el peso de las empresas multinacionales que al fin habrían conseguido que su voz se escuche en la Casa Blanca, por la sustitución de los asesores más radicales por otros más moderados, por la celebración de las elecciones legislativas el próximo noviembre, o simplemente por su incapacidad, cada vez parece menos probable que Trump vaya a empujar a EE.UU. fuera del

orden liberal y abierto sobre el que se ha sostenido el crecimiento y desarrollo global de las últimas décadas. Sin embargo, sí que parece claro que EE.UU. tendrá una posición cada vez más aislacionista, que no será un socio amable y cooperativo para los demás países occidentales y que irá introduciendo medidas graduales que dificultarán la gobernanza económica global (Steinberg, 2017). Entre estas destacan su retirada del Acuerdo de París sobre Cambio Climático y del acuerdo comercial Transpacífico, su negativa a rellenar las vacantes en el organismo de resolución de conflictos de la OMC (lo que podría paralizar su funcionamiento), el recorte en los fondos destinados a Naciones Unidas, o su salida de la UNESCO. Esta última decisión, justificada por el supuesto sesgo antiisraelí de la organización, junto a otras como la negativa a certificar el pacto nuclear con Irán o el traslado de la embajada estadounidense a Jerusalén, reflejarían un mayor grado de incondicionalidad en el apoyo de EE.UU. a Israel que podría llegar a inhabilitar su ya deteriorado papel de mediador en Oriente Medio.

En relación a esta región, dado que la derrota militar del Daesh en Siria e Irak parece cercana, la incertidumbre geopolítica girará en torno a la disputa cada vez menos soterrada entre Arabia Saudí e Irán por convertirse en la fuerza hegemónica de Oriente Medio, así como en las ramificaciones regionales de tal enfrentamiento en países como Siria, Yemen, Catar o Líbano. Todo ello al mismo tiempo que el Reino del Desierto pretende empezar a implementar profundas reformas que presumiblemente encontrarán una fuerte oposición por parte de los sectores más inmovilistas, y que la República Islámica de Irán afronta crecientes protestas sociales en contra del régimen.

En el otro extremo del continente asiático el principal foco de inestabilidad se situará en Corea del Norte. Tras un año en el que las constantes (y exitosas) pruebas nucleares y balísticas por parte del régimen de Pyongyang han elevado la tensión en la zona a un nivel sin precedentes, el primer ministro japonés, Shinzo Abe, ha planteado incluso la reforma de la Constitución pacifista vigente en el país nipón desde el final de la segunda guerra mundial para dar cabida a la existencia de un ejército convencional. En este sentido, el mayor temor de cara a 2018, año en el que la ciudad

surcoreana de Pyeongchang acogerá los Juegos Olímpicos de Invierno, reside en que en el marco de la actual dinámica de acción-reacción entre Corea del Norte y EE.UU. se produzca un error de cálculo que desate el enfrentamiento armado, algo que seguramente tendría consecuencias devastadoras para la economía mundial (Arteaga y Esteban, 2017). Por el contrario, la posibilidad de que China pueda originar una crisis sistémica parece reducirse con respecto a años anteriores: la transformación hacia un modelo productivo en el que prime el consumo interno, los servicios, la innovación y el desarrollo avanza sin disrupciones significativas, y la estabilidad política se ha visto reforzada tras la consolidación del poder de Xi Jinping en el 19º Congreso Nacional del PCC (Esteban, 2017). Sin embargo, no conviene obviar que en dicho congreso se han confirmado las intenciones chinas de llevar a cabo una política exterior más asertiva y, aprovechando el vacío de poder que está empezando a dejar EE.UU., aumentar su influencia en la gobernanza global, mostrándose como modelo alternativo y exitoso de desarrollo en el que no es necesario renunciar al autoritarismo político.

En lo referente a la Unión Europea, el auge de los populismos y la gestión del *Brexit* continuarán siendo los dos elementos potencialmente más peligrosos para su estabilidad. Después de un 2017 en el que los partidos extremistas no consiguieron triunfar en las diversas elecciones celebradas (aunque sí salir fortalecidos), en 2018 será Italia a la que le toque pasar por unas urnas en las que se augura un buen resultado al Movimiento Cinco Estrellas. En el caso de que este partido alcance cuotas de poder en la tercera economía de la zona euro, cuyo sistema bancario se encuentra en una situación especialmente delicada, cabría esperar episodios de elevada volatilidad en los mercados internacionales y un mayor retraso en las reformas que la moneda única necesita, ya de por sí difíciles de llevar a cabo. Igualmente habrá que estar atentos a las derivas autoritarias de Hungría y Polonia, a la influencia que pueda ejercer la extrema derecha austriaca tras su reciente entrada en el gobierno, o a la posibilidad de que Alternativa para Alemania pueda convertirse en principal partido de la oposición si la CDU de Merkel termina recurriendo a los socialdemócratas para formar gobierno, lo que aumentaría significativamente su peso parlamentario y mediático.

En cuanto al abandono del Reino Unido de la Unión Europea, los términos del acuerdo ya deberán saberse el próximo otoño y, en el caso de que finalmente se acabe imponiendo un *Brexit duro*, los profundos efectos negativos en la economía británica (y por extensión en la europea, aunque en mucha menor medida) no se harán esperar, con independencia de que la salida formal esté prevista para 2019 y el periodo transitorio vaya a extenderse como mínimo hasta 2020 (James, 2017).

Otros acontecimientos que también podrían perturbar el clima comunitario serían un enquistamiento de la situación política en Cataluña o el incremento de las hostilidades por parte de Rusia, una vez que ha superado la grave crisis que sufría gracias al alza en el precio de los hidrocarburos y parece seguro que la figura de Vladimir Putin se verá reforzada (más si cabe) en las elecciones del próximo marzo. En todo caso, 2018 debería ser un buen año económico para la zona euro, que podría beneficiarse de una depreciación de su moneda frente al dólar y de un aumento del consumo por la fuerte creación de empleo y el previsible aumento de los salarios. También será el año en el que se verá si la UE es capaz de forjar nuevos acuerdos de libre comercio que apuntalen su posición de liderazgo en este ámbito ante la retirada de EE.UU.

En América Latina el año vendrá marcado por el aumento del precio de las materias primas en lo económico y por el intenso ciclo electoral en varios de sus países más importantes (Núñez, 2017), que se celebrarán en un clima de tensión y de cada vez menor tolerancia a la corrupción entre la ciudadanía. Los ciudadanos de los dos gigantes latinoamericanos, Brasil y México, tendrán una cita con las urnas cuyos respectivos resultados marcarán el rumbo del continente. En el caso brasileño resultará fundamental que el candidato elegido sea capaz de poner fin a la grave crisis institucional y social generada tras el *impeachment* a Dilma Rousseff; mientras que el nuevo presidente mexicano tendrá la responsabilidad de renegociar el NAFTA con EE.UU. (es poco probable que, como se pretende, el acuerdo se cierre en los primeros meses de 2018), y en general, de lidiar con las políticas hostiles que puedan llegar desde la Administración Trump. Otras elecciones importantes tendrán lugar en Colombia, pues de ellas dependerá la consolidación del proceso de paz con las FARC; y en Venezuela, si bien

en este caso no tanto por el resultado, dado que los innumerables obstáculos a la oposición parecen garantizar una nueva victoria de Maduro, sino porque puedan dar lugar a una nueva oleada de protestas masivas, agravadas a su vez por la debacle económica y social del país (que podría amortiguarse si el precio del petróleo continúa su escalada). En todo caso, el desplome de la producción petrolera venezolana ha obligado a reducir sus ayudas a Cuba, circunstancia que junto al enfriamiento de las relaciones con EE.UU. tendrá que afrontar el sucesor de Raúl Castro al frente de la isla.

Finalmente, el epicentro de inestabilidad en África se localizará, un año más, en el Sahel, foco de terrorismo y crimen organizado en un contexto de Estados débiles, desertificación extrema y explosión demográfica, lo que en última instancia está provocando abundantes y desordenados flujos migratorios.

#### 4. Conclusión

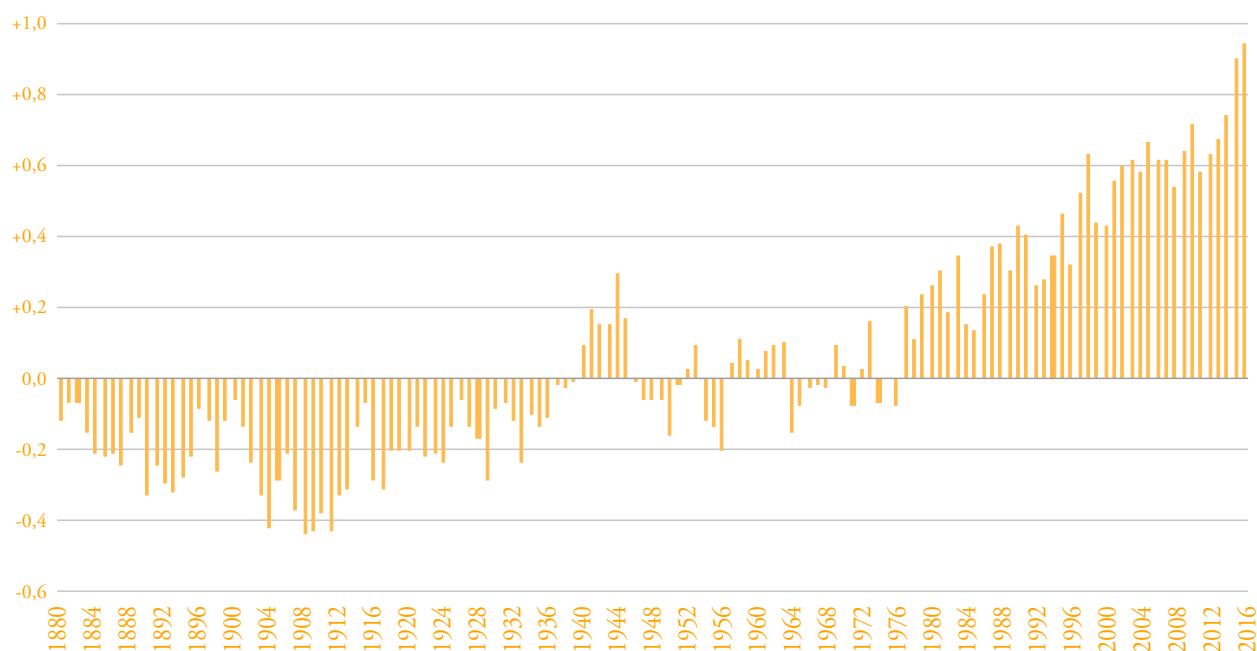
Es necesario ubicar todos los elementos mencionados arriba en un contexto general de grandes tendencias, así como subrayar que, más allá de los riesgos que el mundo enfrenta en 2018, hay retos a largo plazo a los que la comunidad internacional tiene que afrontar.

En cuanto a las tendencias globales, se seguirá produciendo un aumento de la convergencia económica entre países avanzados y emergentes (aunque seguramente a un ritmo menor que el experimentado en las últimas décadas por la paulatina desaceleración de la economía china); avanzará el envejecimiento de la población en los países avanzados y en China; se acelerará el proceso de urbanización, sobre todo en África y Asia, y, muy previsiblemente, continuará aumentando la desigualdad económica dentro de los países, tanto los más ricos (sobre todo los anglosajones) como los pobres y emergentes.

Asimismo, la cuarta revolución industrial, es decir, la interacción de la robotización/automatización de la producción, la interconexión mediante el *internet de las cosas*, el avance de la inteligencia artificial y las posibilidades del uso del *big data* y la impresión 3D, seguirá avanzando, generando tanto oportunidades de negocio para los más hábiles como nuevas amenazas en forma de ciberterrorismo. Pero el impacto más impor-

**Gráfico 3****Diferencia de temperatura con respecto a la media del siglo XX**

Datos en grados centígrados



Fuente: NOAA National Centers for Environmental information, *Climate at a Glance: Global Time Series*. Datos extraídos el 22 de diciembre de 2017 de <http://www.ncdc.noaa.gov/cag/>.

tante de esta nueva revolución tecnológica será sobre el empleo, y obligará a las sociedades a plantear nuevos tipos de *contrato social* para evitar que los niveles de desigualdad alcancen alturas políticamente insostenibles ante la reducción de puestos de trabajo para los ciudadanos de cualificación media y baja.

Finalmente, el mundo seguirá teniendo que hacer frente al problema del cambio climático, que es sin duda el mayor desafío a largo plazo para la continuidad de nuestro modo de vida. Como ilustra el gráfico 3, es ya imposible negar que existe un cambio climático cada vez más intenso que se deriva de la actividad humana y que va aumentando paulatinamente la temperatura de la Tierra.

Hacer frente a este fenómeno es crucial, pero, para ello, son necesarios acuerdos internacionales y, como se ha mencionado, el mundo está entrando en una peligrosa dinámica en la que dichos pactos son cada vez menos probables.

**BIBLIOGRAFÍA**

- Arteaga, F. y Esteban, M. (2017), «¿Cómo evitar un conflicto militar en la península de Corea?», *Análisis del Real Instituto Elcano*, ARI 45/2017.
- Baldwin, R. y Teulings, C. (eds.) (2015), *Secular stagnation: facts, causes, and cures*, CEPR Press, Londres.
- Esteban, M. (2017), «Implicaciones del 19º Congreso Nacional del Partido Comunista Chino», *Análisis del Real Instituto Elcano*, ARI 77/2017.
- FMI (2017), «Seeking Sustainable Growth: Short-Term Recovery, Long-Term Challenges», *World Economic Outlook*, octubre 2017.
- Frankel, J. (2017), «Reagan's Tax Reforms Revisited», Project Syndicate, publicado el 24 de noviembre.
- James, H. (2017), «The Brexit Tragicomedy», Project Syndicate, publicado el 4 de diciembre.
- Núñez, R. (2017), «América Latina frente a un trienio electoral decisivo (2017-2019)», *Análisis del Real Instituto Elcano*, ARI 94/2017.
- Steinberg, F. (2017), «El orden comercial multilateral ante el neomercantilismo de Trump», *Análisis del Real Instituto Elcano*, ARI 16/2017.
- Wolf, M. (2018), «The new world disorder and the fracturing of the west», *Financial Times*, publicado el 2 de enero.



## EXPECTATIVAS Y RIESGOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

**Julián Pérez García**

*Profesor Titular. Departamento de Economía Aplicada. Universidad Autónoma de Madrid.  
Director General Adjunto CEPREDE*

### RESUMEN

La economía española está atravesando un proceso de recuperación cíclica especialmente intenso durante los últimos tres años y que, aun así, no ha sido suficiente como para corregir todos los desequilibrios generados por la crisis previa, especialmente en el mercado laboral y en las cuentas públicas.

En el presente artículo se han tratado de recoger las principales líneas de evolución del escenario macroeconómico, tanto a corto como a medio y largo plazo, junto con los elementos de riesgo que podrían alterar estas previsiones.

### PALABRAS CLAVE

Predicción macroeconómica, Riesgos, Escenarios alternativos.

### 1. Introducción

Aunque en el momento de redactar el presente artículo aún no se conocen los datos macroeconómicos definitivos del año 2017, todo parece indicar que el ciclo expansivo de la economía española se ha mantenido durante el pasado ejercicio, acumulando así tres años consecutivos de crecimiento del PIB real por encima del 3%.

Estos excelentes resultados de crecimiento económico se han reflejado, lógicamente, en el mercado laboral, habiéndose generado en torno a un millón y medio de empleos en estos tres últimos años.

Ahora bien, mientras que en términos de renta ya habríamos recuperado, durante el pasado año, los niveles previos a la crisis, no podemos decir lo mismo del mercado laboral, ya que únicamente se habrían recuperado algo menos de la mitad de los puestos de trabajo perdidos.

En la misma línea, los estragos provocados por los años de crisis sobre las finanzas públicas están aún lejos de solventarse y, aun cuando se han ido registrando ligeros avances en la contención del déficit público, la deuda acumulada se mantiene por encima del 100% del PIB, cuando en los años previos a la crisis (2006-2008) ni siquiera alcanzaba el 40%.

De esta forma, aunque podemos congratularnos por los excelentes resultados registrados en estos últimos años, no podemos olvidar que aún nos quedan algunos desequilibrios por corregir, especialmente la tasa de paro y la deuda pública, y para cuya solución sería necesaria la prolongación de este periodo de crecimiento sostenido.

Por este motivo, resulta de especial interés intentar adelantar la posible evolución de la economía española en los próximos ejercicios y analizar la sostenibilidad del actual ciclo de crecimiento económico.

Con esta finalidad presentaremos a lo largo de los siguientes apartados las principales líneas de evolución que se deducen de las proyecciones realizadas por CEPREDE con el Modelo Wharton-UAM de la economía española, tanto a corto como a medio y largo plazo, y se presentarán algunas reflexiones sobre los principales riesgos que podrían alterar este escenario central de predicción.

### 2. Perspectivas a corto plazo

Comenzaremos esta breve presentación del escenario central revisando la evolución reciente y las perspectivas a corto plazo para el conjunto de la economía

mundial y que actúa como condicionante básico de nuestro propio crecimiento económico.

Observando el perfil trimestral de crecimiento de las grandes economías, únicamente la India habría moderado sus ritmos de crecimiento a lo largo del año 2017; mientras que China y Japón, estarían manteniendo sus tasas. Por su parte, tanto la Unión Europea como Estados Unidos, Rusia y Brasil, estarían en fase de expansión cíclica, habiendo recuperado estas dos últimas tasas ligeramente positivas.

Sin embargo, desde Washington, el FMI alerta que la incertidumbre política es más preocupante de lo habitual, lo que se refleja, por ejemplo, en las políticas fiscales y monetarias de Estados Unidos, difíciles de predecir, la posible adopción de restricciones comerciales, o la negociación de la relación del Reino Unido en el pos-*Brexit*, junto con otros riesgos geopolíticos.

En cualquier caso, las proyecciones realizadas por el citado organismo a finales del pasado año 2017 apuntan hacia una prolongación del ciclo expansivo de la economía mundial, tanto para el presente año 2018 como para 2019; si bien, la distribución regional de este crecimiento se alteraría ligeramente, acelerándose las dinámicas en las economías emergentes y moderándose en las desarrolladas, lo que limitaría ligeramente nuestro potencial exportador orientado, fundamentalmente, hacia estos mercados de las economías más desarrolladas.

Centrándonos en nuestra propia economía, la evolución registrada a lo largo del pasado año 2017 ha sido, igualmente bastante favorable y así, los indicadores de evolución de los diferentes componentes de la demanda agregada habrían presentado un perfil de cierta reactivación de la inversión y las importaciones, junto con una ligera desaceleración del consumo y una progresiva moderación de las exportaciones.

En la misma línea, el mercado laboral, tras experimentar una ligera contención durante el segundo trimestre del año, retomó una tendencia expansiva que se prolongó hasta finales del año.

La inflación, tras superar los máximos a principios de año, experimentó una cierta corrección que se ha estabilizado en los meses más recientes como respuesta a la reactivación observada en los mercados de crudo.

Por su parte, los salarios pactados en convenio siguen reaccionando al alza a medida que se materializa la recuperación de la inflación subyacente.

El déficit público ha mantenido a lo largo del pasado año un perfil de progresiva aproximación a los objetivos comprometidos. Por administraciones, tanto la central como las territoriales mantienen la senda de contención, mientras que se va ampliando progresivamente el déficit de la Seguridad Social, lo que ha hecho necesario acudir de nuevo a la *hucha* acumulada en el pasado.

Por su parte, el saldo exterior ha mantenido su superávit aunque en unos valores ligeramente inferiores a los de 2016, a pesar del menor déficit relativo de la balanza de bienes y el mayor superávit de la balanza de servicios.

De cara al futuro, y tras la última revisión de la Contabilidad Trimestral realizada por el INE, en la que se presentaba un perfil de mayor crecimiento durante el año 2015 y un cierto cambio de tendencia desde finales de 2016 que habría revertido en el segundo trimestre del pasado año, las perspectivas generales apuntan que esta incipiente reactivación de las tasas de crecimiento del PIB a lo largo de los tres primeros trimestres de 2017 podría haberse frenado durante los últimos meses del año, donde se habría iniciado un proceso de lenta desaceleración que se extendería durante todo el año 2018, inducido tanto por la moderación de la demanda interna como por la reducción de la aportación externa ante una relación cambiaria menos favorable.

Esta contención de actividad se verá reflejada en el mercado laboral y podría, incluso, verse ligeramente amplificada en términos de las tasas de crecimiento del empleo como resultado de una cierta recuperación de la productividad. Adicionalmente, la contracción de la población activa podría finalizar durante el primer trimestre de 2018, contribuyendo así, a moderar los ritmos de reducción de la tasa de paro.

Así, de acuerdo con el escenario central elaborado por CEPREDE y que se resume en el cuadro 1 que presentamos a continuación, los ritmos de generación de empleo se reducirían en unas 100.000 personas año; mientras que la población activa podría aumentar en unas 40.000 personas durante el presente año y en más

**Cuadro 1**

**Previsiones para las principales magnitudes de la economía española**

	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018
	I	II	III	IV	I	II	III	IV					
PIB (%cto.)	3,0	3,1	3,1	3,1	2,8	2,5	2,3	2,3	1,4	3,4	3,3	3,1	2,5
Demanda interna (aport. cto.)	2,4	2,3	2,7	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	1,9	3,9	2,5	2,5	2,2
Demanda externa (aport. cto.)	0,7	0,8	0,4	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	-0,5	-0,4	0,7	0,6	0,2
Puestos de trabajo (% cto.)	2,6	2,9	2,9	2,8	2,5	2,2	2,0	1,9	1,0	3,2	3,0	2,8	2,1
Ocupados (Var. en miles)	409	512	522	516	453	410	381	369	205	522	476	490	403
Tasa de paro (% Pob. Activa)	18,8	17,2	16,4	16,2	16,8	15,5	14,9	14,9	24,4	22,1	19,6	17,1	15,5
Tipo de cambio €//\$	1,06	1,10	1,17	1,16	1,16	1,15	1,16	1,18	1,33	1,11	1,11	1,12	1,16
Tipo interés interbanc. 3 m.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,1
Rdto. deuda a 10 a.	1,6	1,5	1,5	1,3	1,4	1,4	1,4	1,7	2,7	1,7	1,4	1,5	1,5
C.L.U. (% cto.)	-0,1	-0,4	-0,2	0,2	0,4	0,7	0,8	0,9	-0,2	1,4	-0,6	-0,1	0,7
Inflación	2,4	1,9	1,4	1,5	1,5	1,5	1,7	1,7	0,2	-0,1	0,0	1,8	1,6
Costes salariales (% cto.)	0,2	-0,2	0,1	0,5	0,7	1,0	1,2	1,3	0,1	1,6	-0,3	0,2	1,1
Precios del petróleo (% cto.)	58,5	9,0	15,2	19,1	6,7	13,6	4,7	-6,9	-9,3	-47,5	-16,9	23,1	4,1
Déficit público (% PIB)	-3,5	-3,4	-3,3	-3,2	-3,1	-3,1	-3,0	-2,9	-6,0	-5,1	-3,9	-3,3	-3,0
Saldo por c.c. (% PIB)	-0,3	1,9	2,7	2,8	0,1	1,7	1,6	1,9	1,1	1,1	1,9	1,8	1,3

Fuente: CERPREDE, noviembre 2017.

de 150.000 el siguiente, por lo que los ritmos de reducción de parados se verán bastante moderados.

La divisa europea iría recuperando terreno frente al dólar aunque no llegaría, ni mucho menos, a recuperar a corto plazo los valores del 2014; mientras que, el proceso de normalización de los tipos de interés parece que será bastante moderado y dilatado en el tiempo.

La inflación se moderaría ligeramente ante una contención de los precios de importación; si bien, la elevación de los costes laborales unitarios impediría una corrección más intensa.

Los objetivos de déficit público se alcanzarían por efecto de los estabilizadores automáticos (ligero aumento de ingresos y contención de gastos por prestaciones); si bien, estos efectos se amortiguarían en los próximos años.

Por su parte, el saldo exterior se mantendría en posiciones superavitarias aunque ligeramente menores que las alcanzadas en 2016 y 2017.

### 3. Grandes tendencias a medio y largo plazo

Una vez presentada la evolución esperada a corto plazo, recogeremos en este tercer apartado las principales líneas del escenario central de crecimiento a medio y largo plazo estimado por CEPREDE para la economía española, comenzando con las grandes tendencias consideradas en el entorno económico mundial.

Partiendo de las estimaciones realizadas por el FMI, en el escenario central a largo plazo, el conjunto de la economía mundial mantendría tasas de crecimiento en la banda del 3 al 4%, como resultado de una expansión media de las economías emergentes alrededor del 5% y unas economías desarrolladas creciendo entre el 1,5 y el 2%; permitiendo un aumento del comercio mundial cercano al 4%. Por su parte, los precios globales de exportación aumentarían a una tasa media en torno al 3% y los precios del petróleo se irían recuperando hasta el entorno de los 80 dólares/b.

Junto con este entorno internacional, la economía española deberá enfrentar unas tendencias demográficas condicionadas por unas pérdidas netas de población y un envejecimiento global que terminará generando un cierto aumento de las tasas de actividad.

Adicionalmente, la reactivación de la inversión interna debería posibilitar el retorno del ratio de *stock* de capital sobre el PIB a su tendencia histórica, y que habría registrado una cierta sobrecorrección tras la fuerte expansión experimentada antes de la crisis.

En términos de la demanda externa, la economía española podría seguir ganando cuota de mercado a medio plazo, con aumentos de exportaciones por encima del comercio mundial, aunque este proceso se iría moderando a largo plazo, donde convergerían ambas magnitudes.

Por su parte, el proceso de penetración de importaciones se prolongaría a lo largo de todo el horizonte de predicción, aumentando a corto plazo la elasticidad de las importaciones en un entorno de fortalecimiento de la divisa europea.

El consumo privado se iría moderando en paralelo con la renta disponible de los hogares y mostrando una cierta tendencia de recuperación de las tasas de ahorro fruto del proceso de envejecimiento poblacional.

Como resultado de la evolución estimada para los diferentes componentes de la demanda agregada, las tasas de crecimiento del PIB real se irían moderando progresivamente a lo largo del horizonte de predicción, aunque mantendríamos un cierto diferencial con respecto a la media de la Unión Europea.

En un entorno demográfico de ligera contracción de la población total y de envejecimiento relativo de la población activa, como el que señalábamos con anterioridad, se proyecta, como decíamos, un cierto aumento de la tasa de actividad global por efecto de la convergencia en las tasas relativas por sexos.

De esta forma, se registraría un ligero aumento medio de la población activa que, sin embargo, dejaría margen para una progresiva contención de la tasa de paro, que se situaría por debajo del 10% a finales del horizonte de predicción.

A medio plazo, las tasas de inflación tenderían a moderarse, en paralelo con la contención de los precios internacionales y favorecidas por una cierta recuperación de la productividad.

En ausencia de cambios significativos en las estructuras impositivas, el recorrido de corrección del déficit por contención de gasto podría agotarse a medio plazo, estabilizando los niveles de déficit en el entorno del 2,5% del PIB, dejando poco margen para correcciones significativas de la deuda total.

Respecto al sector exterior, nuestro escenario actual contempla un mantenimiento del saldo ligeramente positivo, como resultado de unos avances de la inversión en línea con el ahorro interno, lo que permite una cierta reducción del endeudamiento exterior.

#### 4. Elementos de riesgo en la predicción

Todas las cifras y comentarios recogidos en el apartado precedente constituyen lo que habitualmente se conoce como escenario central o *Business as Usual*, es decir, los valores más probables que tomarían las diferentes variables en ausencia de cambios o sucesos inesperados.

Sin embargo, la complejidad del sistema económico hace que estas estimaciones estén sujetas a una gran cantidad de elementos o factores de riesgo y que, si se materializan, podrían modificarlas, tanto al alza como a la baja.

Por este motivo, cada vez es más frecuente que los diferentes analistas hagan patentes estos elementos de riesgo y que cuantifiquen, en la medida de lo posible, sus probabilidades de ocurrencia y el impacto que generarían sobre las previsiones realizadas.

En esta línea, desde hace varios años *Economist Intelligence Unit* realiza un seguimiento global de riesgos para la economía mundial, que actualiza mensualmente y donde se puntúan estos riesgos con un nivel de intensidad obtenido por la combinación entre las probabilidades de ocurrencia de cada uno de ellos y su impacto sobre la economía global.

Analizando la evolución experimentada por estas puntuaciones a lo largo del pasado año 2017, pode-

**Cuadro 2**

**Valoración de los principales riesgos de la economía mundial**

Elemento de riesgo	Prob.	Impacto	Valor
Desaceleración desordenada y prolongada en China	Moderada	Muy Alto	15
Caída de la bolsa americana que desestabiliza los mercados financieros	Moderada	Muy Alto	15
El terrorismo yihadista desestabiliza la economía mundial	Moderada	Alto	12
Caída de los precios del petróleo en 2018	Alta	Moderado	12
Conflictos armados en el mar de China	Moderada	Muy Alto	12
Ciberataques que paralizan la actividad en empresas y AA.PP.	Moderada	Alto	12
Conflicto armado en Corea	Baja	Muy Alto	10
Reactivación del crecimiento mundial en 2017, con fuerte expansión en las economías emergentes	Baja	Muy Alto	10
Conflicto armado en Oriente Medio	Baja	Alto	8
Salida del euro de uno o más países	Muy Baja	Muy Alto	5

Fuente: E.I.U. Global Risk, diciembre 2017.

mos constatar que han desaparecido de las primeras posiciones los riesgos vinculados con la política económica en EE.UU., la reactivación de la carrera nuclear, la crisis de financiación de los emergentes, el *Hard-Brexit*, o nuevos *shocks* petrolíferos derivados de la falta de inversión.

En cuanto al resto, en general se han mantenido las valoraciones que se realizaban hace algunos meses y únicamente parece haberse acrecentado el riesgo vin-

culado con una desaceleración prolongada y desordenada de la economía china.

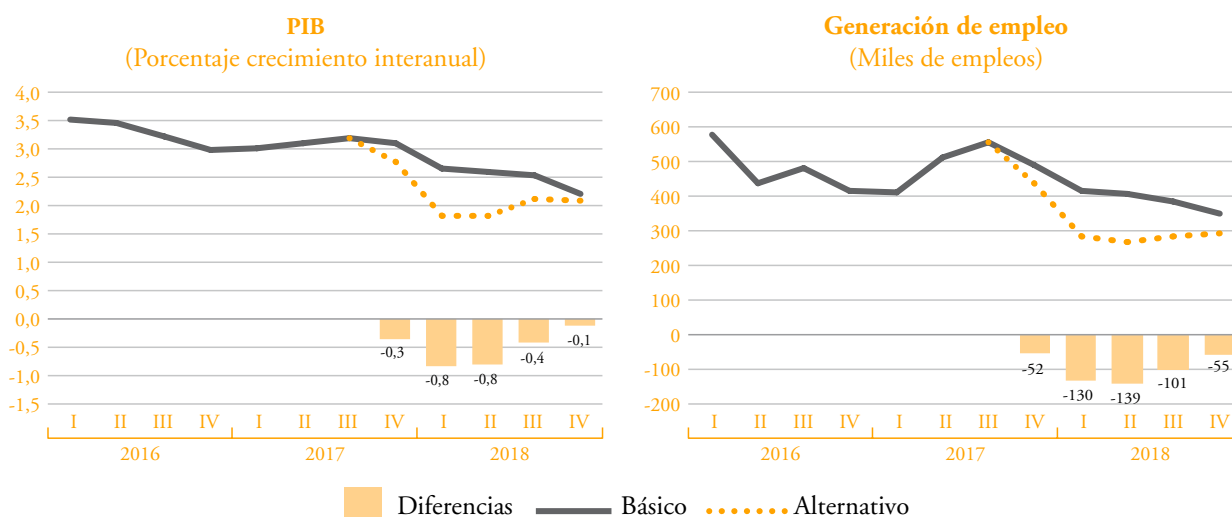
En sentido contrario, han aparecido nuevos riesgos vinculados con una fuerte caída de la bolsa norteamericana que terminará desestabilizando los mercados financieros, nuevos riesgos de conflictos armados (Mar de China, Corea u Oriente Medio) y, al contrario de lo que se preveía hace unos meses, riesgos al alza vinculados con nuevas caídas de los precios del petróleo en 2018 ante

**Cuadro 3**

**Impacto a corto plazo sobre el crecimiento económico por la incertidumbre de la situación de Cataluña**

	PIB España		PIB Cataluña	
	2018	2019	2018	2019
Gobierno	-0,3			
Cámara de Barcelona			-0,2	
AIReF	-0,4/-1,2		-0,7/-2,7	
Banco de España	-0,1/-1,0	-0,3/-2,7		
BBVA Research	-0,1/-1,1			
CEPREDE	-0,4/-1,2			

Fuente: Pulido y Pérez (2017).

**Gráfico 1****Escenario alternativo de elevación de la incertidumbre**

Fuente: CEPREDE, noviembre 2017.

la imposibilidad de mantener los recortes de cuotas de producción acordados por la OPEP (cuadro 2).

En el caso específico de la economía española, a este conjunto de riesgos compartidos con el resto de economías europeas y mundiales en esta ocasión habría que añadir un elemento de riesgo específico vinculado con la evolución del proceso separatista catalán y que ya habría empezado a generar algunos efectos adversos, como el traslado de sedes centrales o la desaceleración relativa de algunos indicadores de actividad en Cataluña.

Aunque siempre es difícil cuantificar los posibles efectos finales sobre el conjunto de la actividad económica, diversas instituciones han realizado valoraciones del impacto final que podría generar sobre las previsiones de crecimiento económico a corto plazo y cuyos resultados básicos resumimos en el cuadro 3.

En el caso concreto de la estimación realizada por CEPREDE, se ha diseñado un escenario alternativo donde los niveles de incertidumbre se irían reduciendo progresivamente a lo largo del presente año.

En este escenario alternativo (gráfico 1), las tasas de crecimiento del PIB real se verían reducidas en una banda del 0,5 al 1%, siendo ligeramente más elevados los efectos sobre la inversión. Este menor crecimiento del PIB reduciría los ritmos medios de generación de empleo en algo menos de 100.000 puestos de trabajo al año y se elevaría la tasa de paro estimada en torno al medio punto.

**BIBLIOGRAFÍA**

- CEPREDE (2017), «Informe Semestral: Predicciones, Alternativas y Riesgos», noviembre 2017. [http://www.ceprede.es/informes/informe\\_prediccion/Predicciones\\_Nov17.pdf](http://www.ceprede.es/informes/informe_prediccion/Predicciones_Nov17.pdf).
- FMI (2017), «World Economic Outlook, Seeking Sustainable Growth: Short-Term Recovery, Long-Term Challenges», octubre 2017. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/09/19/world-economic-outlook-october-2017>.
- Economist Intelligence Unit (2017), «Global Risk Ranking», diciembre 2017. <http://gfs.eiu.com/Archive.aspx?archiveType=globalrisk>.
- Pulido, A. y Pérez, J. (2017), «Valorando riesgos e incertidumbres de futuro de la economía española», Consejo General de Economistas, diciembre 2017.



## PREMIO NOBEL DE ECONOMÍA 2017



Richard H. Thaler

# LA IMPORTANCIA DE LA PSICOLOGÍA ECONÓMICA. RICHARD H. THALER, PREMIO NOBEL DE ECONOMÍA 2017

**José Antonio Negrín de la Peña**

*Universidad de Castilla-La Mancha. Facultad de Derecho y Ciencias Sociales*

*“I don't believe a man can consider himself fully content until he has done all he can to be of service to his employer” (1)*

## RESUMEN

En octubre de 2017, contra pronóstico, la Academia Sueca de Ciencias y el Banco Nacional de Suecia otorgaron el Premio Nobel de Economía al estadounidense Richard H. Thaler. En este trabajo se estudiará su vida profesional, su trabajo y los méritos que le han llevado a alcanzar este importante galardón, sobre todo sus aportaciones en el campo de la Psicología Económica y de la Economía del Comportamiento.

## PALABRAS CLAVE

Richard H. Thaler, Premio Nobel de Economía, Psicología económica, Economía del comportamiento, Pensamiento económico.

## 1. Introducción

El 6 de octubre de 2017 la prensa se hizo eco de los posibles candidatos al Premio Nobel de Economía 2017 que estaba a punto de fallarse en pocas horas. Como con el resto de los premios Nobel, se hacían sus quinielas:

*Este año se barajan varios nombres para el Premio Nobel de Economía, que se anunciará el próximo lunes en Estocolmo, Suecia. Hay decenas de candidatos probables cuyo trabajo académico abarca temas como el cambio climático, el crecimiento económico y la política monetaria. La edad promedio entre los ganadores anteriores es de 67 años, y las áreas más populares de los galardonados han incluido macroeconomía, econometría, economía financiera y teoría de juegos. De acuerdo con el análisis de la empresa especializada Clarivate Analytics, estos son los especialistas que encabezan la lista para llevarse el prestigioso galardón este año: Colin Camerer, George Loewenstein, William Nordhaus, Nicholas Stern, Michael Jensen, Stewart Myers, Raghuram Rajan, Robert Hall Paul Romer, Martin Feldstein, Ben Bernanke o Mark Gertler (2).*

Las apuestas no acertaron. La racionalidad de la toma de decisiones falló.

Miguel Ángel Tobías (3), en su obra *Renacer en los Andes*, afirma que *estamos todos en comisión de servicios*, y lo cierto es que, si fuéramos conscientes de ello, nuestra relación con los demás, incluso con nosotros mismos, sería más placentera. Dar el Premio Nobel de Economía a alguien que pone en valor el comportamiento humano debe ser algo a destacar, algo por lo que emocionarse, aunque solo sea... por salirse del guión.

## 2. Los premios Nobel 2017

Pero empecemos por el principio. El 10 de diciembre de 2017, el rey Carlos Gustavo de Suecia entregó el Premio Nobel de Literatura al escritor japonés, nacionalizado británico, Kazuo Ishiguro. Una de sus obras más conocidas es *The Remains of the Day*, de 1989, traducida en español como *Lo que queda de día* y que dio origen a una exitosa película, de crítica y pú-



blico, protagonizada por Anthony Hopkins y Emma Thompson, de donde procede la frase con la que comienza este trabajo y que –azares de la vida– tiene mucho que ver con los motivos que otorgan el Premio Nobel de Economía a Richard H. Thaler.

Días antes, el 7 de diciembre, Kazuo Ishiguro dictó una conferencia en la academia sueca en la que afirmaba que *todas las buenas historias, no importa lo radical o tradicional que sea o el modo en que se cuentan, deben incorporar relaciones que nos importen; que nos conmuevan, nos diviertan, nos irriten, nos sorprendan* (4). Y, de nuevo, parecen palabras propias del premiado Nobel de Economía que hablan de la humanidad de nuestra disciplina. Hace falta, dar el Premio Nobel a un economista como Thaler para recordarnos que la Economía es una ciencia social, creada para servir (de nuevo la palabra) al hombre, y no al revés (5). Una ciencia de relaciones que nos importen, que nos conmuevan, que nos irriten..., que nos sorprendan (6).

Los premios Nobel, recordemos, se entregaron en una ceremonia que se celebró en la Sala de Conciertos de Estocolmo el 10 de diciembre de 2017. Se celebra ese día, coincidiendo con el aniversario de la muerte de Alfred Nobel. Anteriormente, el 9 de octubre de 2017, el Banco Central de Suecia, Riskbank, y la Real Academia de Ciencias de Suecia habían anunciado la concesión del conocido como Nobel de Ciencias Económicas a Richard H. Thaler, economista estadounidense de 72 años y profesor de Economía y Ciencias del Comportamiento en la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago.

### 3. ¿Quién es Richard H. Thaler?<sup>(7)</sup>

Richard H. Thaler, amante del golf y del buen vino, nació el 12 de septiembre de 1945 en la población norteamericana de East Orange, en el estado de Nueva Jersey. Se graduó (Bachelor of Arts) en la Universidad de Case Western Reserve, en 1967. Posteriormente, obtuvo su Master of Arts en la Universidad de Rochester en 1970, doctorándose (Ph.D) en la misma universidad, en 1974, con un sugestivo título de tesis, *The Value of Saving A Life: A Market Estimate*, algo así como *El valor de salvar una vida: una*

*estimación de mercado*, bajo la dirección de Sherwin Rosen, un importante especialista en Economía Laboral que fue presidente de la American Economic Association (AEA).

Fue profesor en la Universidad de Rochester para posteriormente desplazarse a la British Columbia, a la escuela de Gestión de Sloan, en el Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT), hasta aterrizar definitivamente en 1995 en la Universidad de Chicago.

Fue consejero presidencial de Barack Obama y, en la actualidad, dirige el Centro de Investigación de las Decisiones de la Booth School of Business en la Universidad de Chicago y es codirector, junto a Rober Shiller, del Proyecto de Economía Conductual de la Oficina Nacional de Investigación Económica.

Es miembro de honor de la Academia estadounidense de las Artes y las Ciencias; miembro de la Asociación Americana de Finanzas y de la Sociedad Econémtrica. Fue vicepresidente de la American Economics Association para, posteriormente, alcanzar la presidencia. TIAA-CREF (Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund) Paul Samuelson.

Ha obtenido, además del Nobel, los premios del Instituto de Economía Mundial de Kiel y del Instituto CFA Nicholas Molodovsky. Es doctor *honoris causa* por las universidades de Case Western, Rochester y Erasmus de Rotterdam.

Su página web recoge como actuales investigaciones:

– Massey, C. B., y Richard H. Thaler, *La maldición de los perdedores: toma de decisiones y eficiencia del mercado en el borrador de la Liga Nacional de Fútbol*, de próxima aparición, Management Science.

– Van den Assem, Martijn J., Dennie Van Dolder y Richard H. Thaler. «Dividir o robar. Comportamiento cooperativo cuando hay mucho en juego», en *Management Science* 58 (1), (2012): 2-20.

– Benartzi, Shlomo, Alessandro Previtiero y Richard H. Thaler. «Rompecabezas de anuitización», en *Journal of Economic Perspectives* 25 (4), (2011): 143-164.

#### 4. Richard H. Thaler: su obra

Thaler es un autor prolijo. Tiene escritos cinco libros y publicados un infinito número de artículos y *papers*. Lo que se presenta a continuación son solo algunos de los trabajos más destacados de los últimos diez años (8).

##### 4.1. Libros (en inglés)

- Thaler, Richard H. (1991), *Quasi-Rational Economics*. New York. Russell Sage Foundation.
- Thaler, Richard H. (1991), *The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life*. New York: Free Press.
- Thaler, Richard H. (1993), *Advances in Behavioral Finance*. Russell Sage Foundation.
- Thaler, Richard H. y Sunstein, Cass R. (2008), *Nudge: Improving Decisions on Health, Wealth, and Happiness*. New Haven, CT. Yale University Press.
- Thaler, Richard H. (2015), *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*. New York. W.W. Norton.

##### 4.2. Libros (en español)

- Thaler, Richard H. (2016), *Todo lo que he aprendido con la psicología económica. El encuentro entre la economía y la psicología, y sus implicaciones para los individuos*. Barcelona. Deusto.
- Thaler, Richard H. y Sunstein, C. R. (2017), *Un pequeño empujón. El impulso que necesitas para tomar mejores decisiones sobre salud, dinero y felicidad*. Madrid. Taurus.

##### 4.3. Papers (9)

- Thaler, Richard H., Benartzi, Shlomo, Utkus, Stephen P y Sunstein, Cass R., «The Law and Economics of Company Stock in 401(k) Plans» en *Journal of Law & Economics* 50 (1), (2007): 45-79.
- Barberis, Nicholas, Huang, Ming y Thaler, Richard H., «Individual preferences, monetary gambles, and

Stock Market Participation: A Case for Narrow Framing», en *American Economic Review* 96 (4), (2006): 694-712.

- Thaler, Richard H. y E. Shafir, «Invest Now, Drink Later, Spend Never: On the Mental Accounting of Delayed Consumption», en *Journal of Economic Psychology*, 2006-Elsevier.
- Gustavo Grullon y Roni Michaely y Shlomo Benartzi y Richard H. Thaler. (2005), «Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability», en *Journal of Business*, University of Chicago Press, vol. 78(5):1659-1682.
- Shlomo Benartzi y Richard Thaler, «Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior», en *Journal of Economic Perspectives, American Economic Association*, vol. 21(3): 81-104, verano 2007.
- Richard H. Thaler y Cass R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness*, Yale University Press, 2008.
- Post, T., Van den Assem, M. J., Baltussen, G. and Thaler, Richard H., «Deal or No Deal? Decision Making Under Risk in a Large-Payoff Game Show», en *American Economic Review* 98 (1), (2008): 38-71.
- William C. Weld, Roni Michaely, Richard H. Thaler y Shlomo Benartzi, «The Nominal Share Price Puzzle», en *Journal of Economic Perspectives, American Economic Association*, vol. 23(2):121-42, primavera 2009.
- Shlomo Benartzi, Alessandro Previtto, y Richard H. Thaler, «Annuity Puzzles» en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 25:143-164, otoño 2011.
- Emir Kaminica, Sendhil Mullainathan y Richard H. Thaler, «Helping Consumers Know Themselves», en *American Economics Review Papers and Proceedings*, vol. 101, mayo 2011, 417-422.
- Martijn J. Van den Assem, Dennie Van Dolder y Richard H. Thaler, «Split or Steal? Cooperative Behavior When the Stakes Are Large», en *Management Science*, vol. 58, núm. 1, enero 2012.
- Cade Massey y Richard H. Thaler, «The Loser's Curse: Decision Making and Market Efficiency in

the National Football League Draft», en *Management Science*, Vol 59 (7) 1479-1495.

– Shlomo Benartzi y Richard H. Thaler, «Behavioral Economics and the Retirement Savings Crisis», en *Science*, Vol 333, March 8, 2013.

– Richard H. Thaler, Cass R. Sunstein, y John P. Balz, «Choice Architecture», *The Behavioral Foundations of Public Policy*, Eldar Shafir (ed.), 2014.

– Van Dolder, Dennie, Martijn J. Van den Assem, Colin F. Camerer y Richard H. Thaler, (2015), «Standing United or Falling Divided? High Stakes Bargaining in a TV Game Show», en *American Economic Review*, 105(5): 402-07.

### 5. ¿Por qué el Premio Nobel?<sup>(10)</sup>

En palabras de Sara Danius, secretaria permanente de la Academia Sueca, por sus estudios sobre la *economía del comportamiento*, que *han tenido un significativo impacto en el mundo real de la formulación de políticas y no menos en el campo del diseño de programas en pensiones*. Por su parte, el Comité del Premio Nobel destaca la labor de Thaler en la construcción de *un puente entre los análisis económicos y psicológicos de la toma de decisiones de los individuos*, subrayando que el profesor Thaler *ha demostrado que actitudes humanas como la racionalidad limitada, las preferencias sociales y la falta de autocontrol, afectan a la toma de decisiones individuales en materia económica y, por ende, al mercado*.

Ahondando en los argumentos utilizados para la concesión del Premio Nobel, se ponía en valor que *la investigación de Thaler se ha centrado en la psicología de los diferentes actores económicos ante cambios en el mercado que obligan a modificar su conducta*.

Todas estas ideas pueden encontrarse dentro de la conocida como *Economía Conductual* o también llamada *Economía del Comportamiento* (11), poniendo de moda este enfoque (ahora lo llaman tendencia o *mainstream*), cuyo origen hay que verlo en los trabajos pioneros de Herbert A. Simon –Premio Nobel de Economía de 1978–, Daniel Kahneman –Premio Nobel de Economía en 2002–, Amos Tversky y el propio Richard H. Thaler (12).

A efectos de este trabajo, se puede circunscribir que la principal aportación de Richard H. Thaler a la *Economía del Comportamiento* es su análisis sobre la psicología económica, de la que nuestro protagonista es pionero y, por ende, uno de sus mayores expertos, trabajando en esta disciplina, desde sus orígenes en los años setenta del siglo pasado hasta la actualidad.

La psicología económica tiene como objeto el estudio de las desviaciones de los estándares de comportamiento de racionalidad asumidos por los economistas. En, *Todo lo que he aprendido con la psicología económica*, afirma que *nuestros deseos, valores, miedos, prejuicios o afectos, por ejemplo, influyen claramente en nuestra valoración y juicio de las cosas, así como en nuestra toma de decisiones. Ya sea al comprar un despertador o solicitar una hipoteca* (13).

Parece, pues, que la toma de decisiones económicas basadas únicamente en la *racionalidad* de los actos humanos pueden, al menos, suscitar alguna duda. Thaler se llega a preguntar: *¿Qué hacen los diferentes individuos y las empresas cuando se producen cambios que no pueden controlar y sobre los que tienen una información limitada?* La pregunta –que tiene su miga– va más allá de la elucubración de una mala tarde porque –pensemos– si tenemos todos los *ases en la manga* cuando queremos tomar una determinada decisión e, incluso, si esa decisión que se tome, es la esperada, lógica o racional, para el agente económico que espera nuestra decisión.

La cuestión es tan compleja que, en nuestras aulas de primeros años de carrera, se solventa el problema simplificando la elección del consumidor y del productor en la ley de oferta y demanda, dando por hecho que la racionalidad de los individuos es comportarse de una determinada manera, sin tener certeza de ello.

Pero volvamos a Thaler: *La teoría económica clásica ha considerado el comportamiento irracional como irrelevante en el ámbito de su investigación. Sin embargo, la evidencia indica que el ser humano no actúa siempre guiado por criterios racionales y es propenso a cometer errores* (14).

De este modo se pone en cuestión todo lo que se explica en la teoría económica sobre comportamiento racional del consumidor y del productor y, con ello,

de los mecanismos de actuación del mercado de competencia perfecta, imperfecta o monopolística. Frente a una decisión racional, puede existir otra irracional que cuestione el comportamiento lógico de la ley de oferta y demanda o de la relación de equilibrio entre costes e ingresos. Es más, puede que la *racionalidad* de la respuesta no venga de lo lógico o esperado.

Para dar solución a este problema, Thaler analiza el proceso de toma de decisiones de los diferentes actores económicos y observa que, sobre todo, existen tres factores que lo determinan. Por un lado, la *racionalidad limitada* de esos agentes económicos. En segundo lugar, las *preferencias sociales* y, en tercer lugar, la *ausencia de autocontrol* (15).

Por *racionalidad limitada*, Thaler desarrolló la teoría de la *Contabilidad Mental*, entendiéndolo por ella el comportamiento de las personas cuando simplifican la toma de decisiones financieras al crear cuentas separadas en sus mentes, centrándose en el impacto estrecho de cada decisión individual más que en su efecto general. Tal vez la mente sugiere distinto valor de las cosas en función de la apetencia por ellas, haciéndose una cuenta mental más subjetiva que objetiva. Otro aspecto de la *racionalidad limitada* es cómo la aversión a las pérdidas puede explicar por qué las personas valoran más el mismo elemento cuando lo poseen que cuando no lo tienen, un fenómeno llamado *Endowment effect* (Efecto de dotación). Esta racionalidad limitada tiene su máxima expresión en el campo de las *Finanzas del Comportamiento* (16), que estudia cómo las limitaciones cognitivas influyen en los mercados financieros y de la que Thaler fue uno de los fundadores.

El segundo factor es el que Thaler denomina *preferencias sociales* y que es consecuencia de la investigación teórica y experimental que, sobre la *Equidad* (17), ha venido realizando. Mostró cómo las preocupaciones por la equidad de los consumidores pueden impedir que las empresas aumenten los precios en periodos de gran demanda, pero no en tiempos de aumento de los costes. Es decir, un consumidor vería más justo que subieran los precios de algo porque los costes de producción han encarecido el producto que por un tirón de la demanda del mismo. Thaler y sus colegas idearon el *Juego del dictador* (18), una herramienta experimental

que se ha utilizado en numerosos estudios para medir las actitudes hacia la *Equidad* en diferentes grupos de personas en todo el mundo.

El tercer factor determinante en la toma de decisiones de los individuos es la *falta de autocontrol* y que Thaler lo ejemplariza con lo difíciles que son de mantener los buenos deseos de Año Nuevo. Mostró cómo analizar los problemas de autocontrol utilizando un modelo *Planner-doer* (un modelo planificador-hacedor) (19), que es similar a los marcos que los psicólogos y los neurocientíficos usan ahora para describir la tensión interna entre la planificación a largo plazo y el hacer a corto plazo. Sucumbir a la tentación a corto plazo es una razón importante por la cual nuestros planes para ahorrar para la vejez o para tomar decisiones de vida más saludables a menudo fracasan (20). En su trabajo aplicado, Thaler demostró cómo los *Nudge* (empujón, acicate) –un término que él acuñó– pueden ayudar a las personas a ejercer un mejor autocontrol al ahorrar, por ejemplo, para una pensión. En un tiempo en el que vivimos, con tanta afluencia de libros de autoayuda en librerías y bibliotecas, *Nudge: Improving Decisions on Health, Wealth, and Happiness* (21) podría ser el libro de autoayuda de cabecera del economista del siglo XXI. Se traduce como *Un pequeño empujón. El impulso que necesitas para tomar mejores decisiones sobre salud, dinero y felicidad*, considerado ya un clásico y uno de los mejores libros sobre economía y política de las últimas décadas, y esta afirmación –más allá de ser un alegato solamente publicitario– lo es porque sirve para organizar las diferentes opciones que la percepción y decisión de las cosas nos ofrecen. Gobiernos y empresas, pero también padres, profesores, médicos y público en general, se convierten así en una especie de *arquitectos de la elección*. A través de leves impulsos, conscientes, a menudo invisibles y cuyo coste económico y político es irrisorio, las personas e instituciones públicas o privadas pueden incentivar sin mermar la libertad de elección de los ciudadanos, y obtener así grandes logros en relación con la sanidad pública, las finanzas o la lucha contra la desigualdad.

Esto, en la vida académica, es esencial. *Incentivar sin mermar la libertad de aprender de los alumnos* parece la clave en un momento en que se dispone de toda la información pero no así del conocimiento. Cuando

surge el desánimo, un empujón, parece imprescindible. La necesidad de cambiar el mundo, partiendo del jardín de la casa de uno, al modo y manera que defendía Chesterton, solo se puede lograr con esos impulsos que propugna Thaler.

### 6. Conclusión

Por todo lo anterior, parece merecido el Premio Nobel de Economía 2017 a Richard H. Thaler. ¿Podrían habérselo dado a otro economista con más méritos? Tal vez, pero ha de reconocerse que es saludable –muy saludable– que existe una Economía con corazón, donde la Psicología (22) –recuérdese el concepto (*parte de la filosofía que trata del alma, sus facultades y operaciones; manera de sentir de un individuo o de una colectividad; síntesis de los caracteres espirituales y morales de un pueblo o de una nación*)– juegue un papel importante. Donde lo evidente no lo sea tanto y lo racional, a lo mejor –solo a lo mejor–, no sea lo mejor.

Parecen, además, méritos suficientes para obtener este galardón el haber publicado dos libros muy importantes (ha habido premios Nobel de Literatura por una sola obra), que han cambiado la forma de pensar de muchos economistas, no solo sobre el mundo que les rodeaba, sino también sobre ellos mismos. *Nudge: Improving Decisions on Health, Wealth, and Happiness* y *The making of Behavioral Economics Misbehaving* son dos textos clave para entender el mundo económico del siglo XXI. Sus libros son útiles –orientan al lector sobre cómo tomar decisiones más inteligentes en un mundo cada vez más confuso y revelan cómo el análisis de la psicología económica abre el camino a nuevas formas en esa toma de decisiones, desde la economía familiar hasta la selección de jugadores profesionales de fútbol o la gestión de nuevos negocios como Uber–, y novedosos en un mundo académico con exceso de egos ya que *no son los típicos libros que se podrían esperar de un profesor de economía: no se trata de tratados y no pretenden suscitar polémica*, afirmaba Thaler de su libro *The making of Behavioral Economics Misbehaving*.

Además, todo parece indicar, que se trata de un hombre simpático y agradable (que le guste el vino y el golf es buena señal). Contaba el periodista Iñaki Gil (23) que Thaler, como todos los hombres serios,

había resultado ser alguien divertido (el periodista lo califica de cachondo) porque declaró que se gastaría los nueve millones de coronas suecas del galardón (943.000 euros) de manera irracional, quitándose méritos, *he hecho carrera robando ideas a los psicólogos*. Otra periodista de *El Mundo*, Carolina Martín (24), contaba que *el venerable profesor de 72 años, al conocer la noticia, se puso una camiseta con el lema «Quasi rational» en alusión a su primer libro «Quasi rational Economics» en el que expuso su teoría de que el enfoque económico clásico (los humanos actúan racionalmente en su propio interés) es erróneo porque no tiene en cuenta factores mentales que «colorean los juicios y las decisiones humanas»*.

En definitiva, parece que la Academia Sueca y el Banco Central de Suecia, Riskbank, contra todo pronóstico, más allá de la racionalidad de las quinielas previas, acertaran galardonando a Thaler. En el discurso de la ceremonia de entrega del Premio Nobel, Richard H. Thaler aseguró que su inseguridad se veía agravada al compararse con los méritos de los otros premiados y se preguntó sobre lo qué había descubierto él para ganar el premio. Y encontró una respuesta merecedora de un Nobel:

*Descubrí la presencia de la vida humana en un lugar donde los economistas pensaban que no existía: la economía* (25).

### NOTAS

- (1) *No creo que un hombre pueda considerarse plenamente satisfecho hasta que haya hecho todo lo posible para servir a su empleador*, de la película de 1993, *The Remains of the Day* de James Ivory, basada en una novela de Kazuo Ishiguro, Premio Nobel de Literatura 2017.
- (2) *El Financiero*, <http://www.estrategiaynegocios.net/lasclaves-deldia/1114543-330/la-lista-de-los-candidatos-m%C3%A1s-fuertes-para-el-nobel-de-econom%C3%ADa>.
- (3) Tobías, Miguel Ángel (2017), *Renacer en los Andes*, Editorial Luciérnaga, Barcelona.
- (4) <http://www.elperiodico.com/es/ocio-y-cultura/20171207/lectura-nobel-literatura-texto-integro-kazuo-ishiguro-6480711>.
- (5) Idea de connotaciones evangélicas que habla del sentido de las cosas *La ley (el sábat) se hizo para el hombre, no el hombre para la ley*, Marcos, 2, 27. Hay quien todavía piensa que el hombre se ha hecho para la economía, sea cual sea esta, y no la economía para el hombre.

- (6) Algunas reseñas que confirman estas características del premio pueden encontrarse en [https://www.clarin.com/economia/richard-thaler-nobel-humanizo-economia\\_0\\_ryeA3-Y2W.html](https://www.clarin.com/economia/richard-thaler-nobel-humanizo-economia_0_ryeA3-Y2W.html); <http://www.eluniversal.com.mx/carera/economia/perfil-richard-thaler-el-que-hizo-la-economia-mas-humana>.
- (7) En su perfil de Twitter se presenta como *Profesor de Ciencias del Comportamiento y Economía*, @CDR\_Booth, @Chicago-Booth @UChicago. Co-autor de *Nudge*, autor de *Misbehaving*, y ganó un premio en Suecia. En su página web de la Escuela de Negocios Booth, de la Universidad de Chicago, se puede ahondar en la trayectoria vital y profesional del profesor Thaler <http://faculty.chicagobooth.edu/richard.thaler/index.html>.
- (8) Para una búsqueda más exhaustiva de la bibliografía de Thaler, véase <http://faculty.chicagobooth.edu/richard.thaler/vitae/CV.pdf>. Bajo la denominación de *Anomalies*, Thaler publicó una serie de artículos en *The Journal of Economic Perspectives*, en dos etapas diferentes. En la web citada están recogidos.
- (9) Se recogen los trabajos realizados en los últimos diez años.
- (10) [https://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/2017/press.html](https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2017/press.html).
- (11) *La Economía Conductual o Behavioural Economics es una rama de la Economía que, en los últimos años, ha revolucionado la manera de entender los procesos de toma de decisiones económicas en particular y el comportamiento humano en general. Esta surge a partir de una aproximación esencialmente inter y transdisciplinaria, diferenciándose del enfoque tradicional de la Economía Neoclásica. De acuerdo con la definición consignada en la Serie sobre Economía Conductual de la Universidad de Princeton, la Economía Conductual o Economía del Comportamiento «utiliza los hechos, modelos y métodos de ciencias relacionadas para determinar hallazgos descriptivamente exactos sobre la habilidad cognitiva humana y la interacción social, y para explorar las implicancias de estos hallazgos para la conducta económica. La más fértil de estas ciencias relacionadas ha sido la Psicología, pero la Sociología, la Antropología, la Biología y otros campos también pueden influir en la Economía de manera útil. La Economía Conductual se encuentra profundamente enraizada en hallazgos o métodos empíricos y hace que la economía avance a su manera —generando planteamientos teóricos, realizando predicciones más exactas sobre los fenómenos de campo, y sugiriendo mejores políticas»*, Kosciuczyk, V. (2012), p. 24.
- (12) Moreno-Torres Gálvez afirma que *con el Premio Nobel a Thaler se culmina un proceso que este relata en su libro de 2016 titulado en su versión original en inglés «Misbehaving: The making of Behavioral Economics», (traducido en español como «Todo lo que he aprendido con la psicología económica») en un juego de palabras con un doble significado que hace referencia tanto al núcleo de sus trabajos —la desviación del paradigma neoclásico de comportamiento racional optimizador como a la rebeldía en la que en los inicios fue declarado por el grueso de la comunidad científica*, Moreno-Torres Gálvez (2017), p.163.
- (13) Véase Negrín (2017), pp. 105-106.
- (14) Thaler, R. H. (2016).
- (15) [https://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/2017/press.html](https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2017/press.html).
- (16) *Una de las teorías más reconocidas en el mundo financiero es la teoría de los mercados eficientes, la cual postula que los inversionistas son personas racionales que valoran todos sus activos y títulos por su valor intrínseco y toman decisiones acordes con su manera de pensar. Sin embargo, dicha teoría no toma en cuenta que los seres humanos además de ser racionales, también somos seres emocionales, lo que en muchas ocasiones puede sesgar la manera en la que actuamos*. <https://www.economista.com.mx/finanzaspersonales/Finanzas-del-comportamiento-20170713-0125.html>.
- (17) Aquí, el concepto de equidad, hay que entenderlo por la acepción del DRAE como el de *Justicia natural, por oposición a la letra de la ley positiva*.
- (18) *Uno de los pilares de la ciencia económica es el constructo del Homo Economicus (asociado originalmente a las aportaciones de John Stuart Mill a finales del siglo XIX): un individuo que persigue su propia utilidad, al menor coste posible y actuando con expectativas racionales a partir de la información de la que dispone (...) En su versión más sencilla, el juego supone dos jugadores sin relación alguna entre ellos: A (el dictador), que recibe una dotación de 10\$ y se le pregunta cómo quiere distribuirlos entre él mismo y un segundo jugador B. Es una variante del juego del ultimátum, en el que A decide distribuirlos y B tiene la última palabra sobre si acepta o no la distribución. En el juego del ultimátum hay un comportamiento estratégico y un altruismo recíproco: A piensa que, si no es suficientemente justo en la distribución, puede quedarse sin nada porque B no acepte. Lo interesante es que en el juego del dictador, A puede decidir quedarse con los 10\$ sin riesgo y sin necesidad de repetir su relación con B, y esto es lo que predeciría el Homo Economicus, porque así maximizaría su utilidad individual. Sin embargo, la mayor parte de los individuos, alrededor de un 75%, decide dar una contribución positiva a B, lo que revelaría un comportamiento prosocial de sacrificio de parte del interés material propio en favor de terceros*. <http://blognewdeal.com/andrea-lucal/homo-socialis-vs-homo-economicus-el-juego-del-dictador/>.
- (19) <http://faculty.chicagobooth.edu/richard.thaler/research/pdf/an%20economic%20theory%20of%20self-control.pdf>.
- (20) Este puede ser uno de los motivos por los que fracasan la mayoría de los acuerdos de Estado que son necesarios con el concurso de la mayoría de las fuerzas políticas (Educación, Pensiones, Financiación Autonómica...). La solución a los problemas cortoplacistas que están bajo el juicio de unas elecciones cada cuatro años, son incompatibles con la toma de decisiones a largo plazo que comprometan a varias generaciones y por ende puedan ser juzgadas políticamente a más largo plazo, más allá de la vida pública de los agentes ejecutivos de las medidas.
- (21) Thaler, R. H. y Sunstein, C. R. (2008), *Nudge: Improving Decisions on Health, Wealth, and Happiness*. New Haven, C. T. Yale University Press. Existe una versión en español Thaler, R. H. y Sunstein, C. R. (2017), *Un pequeño empujón. El impulso que necesitas para tomar mejores decisiones sobre salud, dinero y felicidad*, Taurus, Madrid.

- (22) Thaler comienza *The making of Behavioral Economics Misbehaving* parafraseando a Vilfredo Pareto que, en el año 1906, afirmaba que *es evidente que la base de la política económica, y en general de todas las ciencias sociales, es la psicología*.
- (23) Lo escribe en un artículo que pone de relieve la importancia de los trabajos de Thaler para entender lo incomprensible y que lleva por título *Premio Nobel explica Puigdemont*, <http://www.elmundo.es/opinion/2017/10/12/59de53e622601d96788b4574.html>.
- (24) <http://www.elmundo.es/economia/macroeconomia/2017/10/09/59db468ce5fdea85708b469e.html>.
- (25) [https://elpais.com/internacional/2017/12/10/actualidad/1512905171\\_672243.html](https://elpais.com/internacional/2017/12/10/actualidad/1512905171_672243.html).

### ALGUNAS WEB

#### ENLACES PREMIO NOBEL DE ECONOMÍA 2017

- [https://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/2017/thaler-interview.html](https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2017/thaler-interview.html).
- [https://elpais.com/economia/2017/10/09/actualidad/1507532364\\_821806.html](https://elpais.com/economia/2017/10/09/actualidad/1507532364_821806.html).
- <http://www.elmundo.es/economia/macroeconomia/2017/10/09/59db468ce5fdea85708b469e.html>.
- [http://www.abc.es/economia/abc-richard-thaler-gana-nobel-economia-2017-201710091152\\_noticia.html](http://www.abc.es/economia/abc-richard-thaler-gana-nobel-economia-2017-201710091152_noticia.html).
- <http://www.expansion.com/economia/2017/10/09/59db4970e2704e82778b45ee.html>.
- <http://www.eleconomista.es/economia/noticias/8662032/10/17/El-estadounidense-Richard-H-Thaler-premio-Nobel-de-Economia-2017.html>.
- <http://www.lavanguardia.com/economia/20171009/431913029810/premio-nobel-economia-richard-h-thaler.html>.
- [https://www.elconfidencial.com/economia/2017-10-09/nobel-economia-2017-richard-thaler-comportamiento\\_1457877/](https://www.elconfidencial.com/economia/2017-10-09/nobel-economia-2017-richard-thaler-comportamiento_1457877/).

### PRE CANDIDATOS

- <http://www.estrategiaynegocios.net/lasclavesdeldia/1114543-330/la-lista-de-los-candidatos-m%C3%A1s-fuertes-para-el-nobel-de-econom%C3%ADa>.

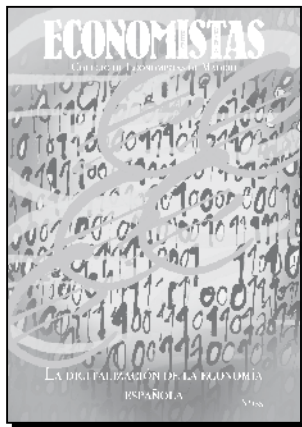
### BIBLIOGRAFÍA

- Kosciuczyk, V. (2012), «El aporte de la Economía Conductual o Behavioural Economics a las Políticas Públicas: una aproximación al caso del Consumidor real», en *Palermo Business Review*, núm 7.
- Moreno-Torres Gálvez, A. (2017), «Richard H. Thaler y la economía conductual», en *Revista de Economía Industrial*, núm 405. <http://www.minetad.gob.es/Publicaciones/Publicacionesperiodicas/EconomiaIndustrial/RevistaEconomiaIndustrial/405/SEGUNDA%20NOTA.pdf>.
- Negrin de la Peña, J. A. (2017), «Todo lo que he aprendido con la psicología económica. El encuentro entre la economía y la psicología, y sus implicaciones para los individuos», en *Economistas* núm. 155, págs.105-106.
- Thaler, Richard H. (2016), *Todo lo que he aprendido con la psicología económica. El encuentro entre la economía y la psicología, y sus implicaciones para los individuos*, Deusto, Barcelona.
- Thaler, R. H. y Sunstein, C. R. (2017), *Un pequeño empujón. El impulso que necesitas para tomar mejores decisiones sobre salud, dinero y felicidad*, Taurus, Madrid.
- Tobías, M. Á. (2017), *Renacer en los Andes*, Editorial Luciérnaga, Barcelona.

### WEB UTILIZADAS

- <http://www.estrategiaynegocios.net/lasclavesdeldia/1114543-330/la-lista-de-los-candidatos-m%C3%A1s-fuertes-para-el-nobel-de-econom%C3%ADa>.
- <http://www.elperiodico.com/es/ocio-y-cultura/20171207/lectura-nobel-literatura-texto-integro-kazuo-ishiguro-6480711>.
- [https://www.clarin.com/economia/richard-thaler-nobel-humanizo-economia\\_0\\_ryeA3-Y2W.html](https://www.clarin.com/economia/richard-thaler-nobel-humanizo-economia_0_ryeA3-Y2W.html); <http://www.eluniversal.com.mx/cartera/economia/perfil-richard-thaler-el-que-hizo-la-economia-mas-humana>.
- <http://faculty.chicagobooth.edu/richard.thaler/index.html>.
- <http://faculty.chicagobooth.edu/richard.thaler/vitae/CV.pdf>.
- [https://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/2017/press.html](https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2017/press.html).
- <https://www.eleconomista.com.mx/finanzaspersonales/Finanzas-del-comportamiento-20170713-0125.html>.

# ÚLTIMOS NÚMEROS **ECONOMISTAS** MADRID COLEGIO DE



## 155

### La Digitalización de la economía española

- 154** Análisis de los textos de economía, empresa e historia económica utilizados en el bachillerato español
- 153** El Brexit: causas y consecuencias
- 151-152** España 2016. Un balance
- 150** Evolución y revolución en el sector terciario
- 149** La evolución de las Pymes en España
- 148** La exportación española
- 146-147** España 2015. Un balance
- 145** La reforma fiscal en marcha
- 144** La reindustrialización necesaria
- 142-143** España 2014. Un balance
- 141** La economía en la enseñanza secundaria
- 140** Demografía y economía
- 138-139** España 2013. Un balance
- 137** Tendencias de la internacionalización: la innovación
- 136** Economía de la Salud
- 135** España 2012. Un balance
- 134** Marcas y Competitividad
- 133** La crisis de la Unión Monetaria Europea
- 132** Emprender en España
- 131** España 2011. Un balance
- 130** La competitividad exterior de la economía española
- 129** Desarrollo y cooperación: nuevas tendencias
- 128** Crisis: lecciones y reformas
- 127** Economía del cambio climático

Información, venta y suscripciones:

**Colegio de Economistas de Madrid**

Flora, 1 - 28013 Madrid

Tel. 91 559 46 02 | Fax 91 559 29 16

revista.economistas@cemad.es | www.cemad.es







# ECONOMISTAS

COLEGIO DE  
MADRID

21 EUROS

[www.cemad.es](http://www.cemad.es)

Con el patrocinio de:



**Sabadell**  
Professional

