

1987
2022



35 AÑOS DE ECONOMÍA Y
FINANZAS EN ESPAÑA



1987
2022



Afi



Afi

Afi es el autor de este libro.
Publica y edita Afi Escuela

Borja Foncillas

Ángel Berges

Daniel Manzano

Emilio Ontiveros

Mauro Guillén

Daniel Fuentes

Ignacio Ezquiaga

Gonzalo García

César Cantalapiedra

Jorge Sicilia

María Romero

José Antonio Herce

José Juan Ruiz

Manuel Conthe

José Manuel Amor

Esteban Sánchez

Aitor Milner

David Cano

Pablo Mañueco

Vicente Salas

Ignacio Santillana

Rafael Myro

Diego Vizcaíno

Reyes Maroto Illera

Arturo Rojas

Pablo Guijarro

Fernando Restoy

Rodrigo Buenaventura

Francisco José Valero

Alfonso García Mora

Esther Badiola

Álvaro Martín Enríquez

Virginia González Pérez

Lara de Mesa

Claudia Antuña

Verónica López

Pilar Barrios

Mónica Guardado

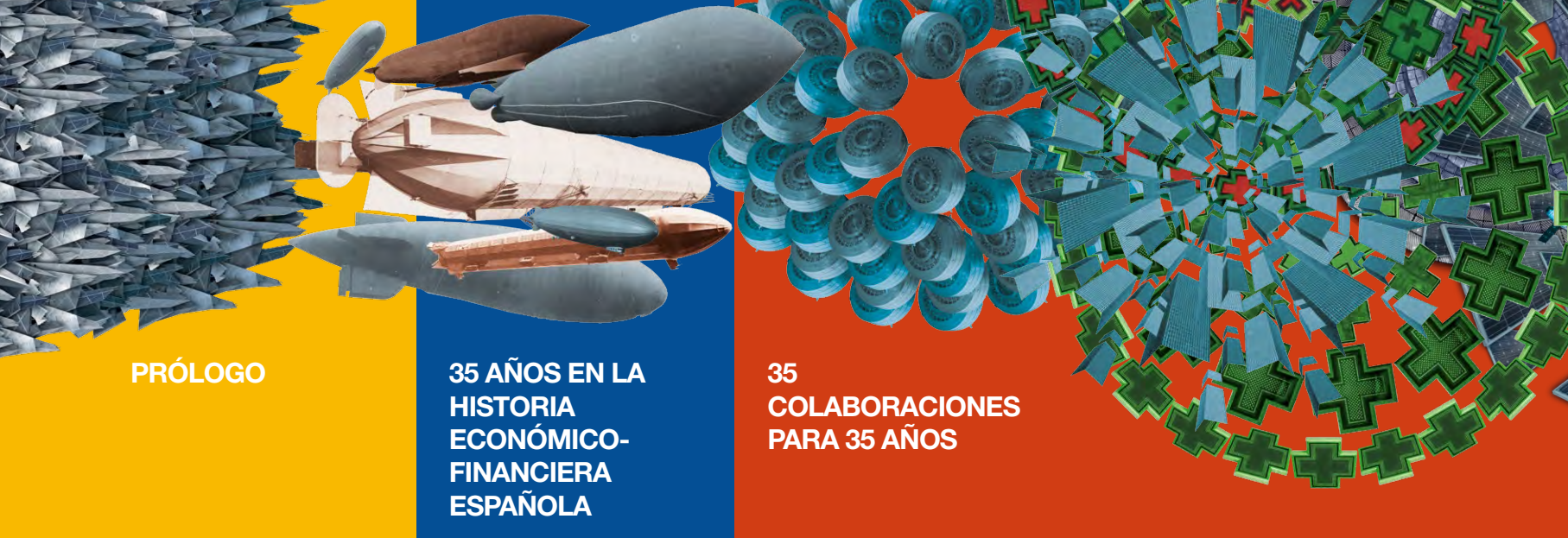
Pablo Hernández de Cos

Nadia Calviño

1987
2022



**35 AÑOS DE ECONOMÍA Y
FINANZAS EN ESPAÑA**



PRÓLOGO

35 AÑOS EN LA HISTORIA ECONÓMICO-FINANCIERA ESPAÑOLA

35 COLABORACIONES PARA 35 AÑOS

8 PRESENTACIÓN

Borja Foncillas

13 Introducción

17 1987-1993

Impulso tras la adhesión a la CEE, crisis posterior y la resaca del 92

25 35 años de economía en gráficos

27 1994-2007

El proceso de incorporación a la Unión Económica y Monetaria y los felices 2000

33 35 años en los mercados financieros en gráficos

39 2008-2013

La crisis financiera global y el derrumbe de la economía española

43 35 años de banca en España en gráficos

45 2014-2019

Reinicio tras la debacle: a la búsqueda de un círculo virtuoso

49 2020-2022

El impacto de una inesperada pandemia y de una guerra

56 35 años de integración bancaria

Ángel Berges
Daniel Manzano
Emilio Ontiveros

ECONOMÍA

62 La economía y las empresas globales 35 años después Mauro Guillén

64 Crecimiento y convergencia de la economía española Daniel Fuentes

66 Años difíciles para la política monetaria común Ignacio Ezquiaga

68 La política fiscal y presupuestaria de España Gonzalo García

70 Cuatro décadas de descentralización fiscal César Cantalapiedra

72 Evolución y transformación del mercado laboral en España Jorge Sicilia

76 Cambios demográficos y sus implicaciones María Romero

78 Las pensiones hace 35 años y las pensiones hoy José Antonio Herce

80 España y Latinoamérica: una internacionalización José Juan Ruiz

SISTEMA FINANCIERO

84 España y el euro: tres décadas de paradojas Manuel Conthe

86 Transformaciones de los mercados de renta fija en España José Manuel Amor

88 Tres décadas de incertidumbres estratégicas en el sector bancario, tres décadas de grandes transformaciones Esteban Sánchez

90 35 años de desarrollo de la industria del seguro en España Aitor Milner

92 35 años de inversión colectiva en España David Cano

94 Transformaciones en la estructura de financiación empresarial Pablo Mañueco

SECTORES Y EMPRESAS

98 35 años de empresa en España Vicente Salas e Ignacio Santillana

100 La internacionalización de la empresa española Rafael Myro

102 35 años de cambios en la estructura sectorial de la economía española Diego Vizcaíno



35 AÑOS DE AFI EN LA HISTORIA

EPÍLOGO

104 Las transformaciones y aportación de la industria turística en España
Reyes Maroto Illera

106 La transformación energética
Arturo Rojas

108 La transformación en la gestión de riesgos de la empresa
Pablo Guijarro

INSTITUCIONES Y REGULACIÓN

112 La respuesta regulatoria a la disrupción tecnológica
Fernando Restoy

116 Tendencias de la regulación y la supervisión de los mercados de valores
Rodrigo Buenaventura

118 Los grandes ejes de la transformación financiera de la UE
Francisco José Valero

120 De la reconstrucción de Europa, al consenso de Washington y a la lucha contra el cambio climático
Alfonso García Mora

122 Efecto perspectiva: tres décadas de cooperación internacional y sostenibilidad global
Esther Badiola

TECNOLOGÍA

126 35 años de evolución tecnológica
Borja Foncillas

128 Los datos como frontera de la digitalización bancaria
Álvaro Martín Enríquez

GOBERNANZA Y SOSTENIBILIDAD

132 Avance, con margen de mejora, en el gobierno corporativo
Virginia González Pérez

134 Sostenibilidad: alcance, debates y retos
Lara de Mesa

136 La inversión sostenible será parte de la solución
Claudia Antuña

138 España solidaria
Verónica López

FORMACIÓN

142 Las finanzas cuantitativas en las últimas décadas
Pilar Barrios

144 La educación en España en los últimos 35 años
Mónica Guardado

152 EQUIPO AFI

154 **CRONOLOGÍA 1987-2022**

172 **EMPRESA GLOBAL**

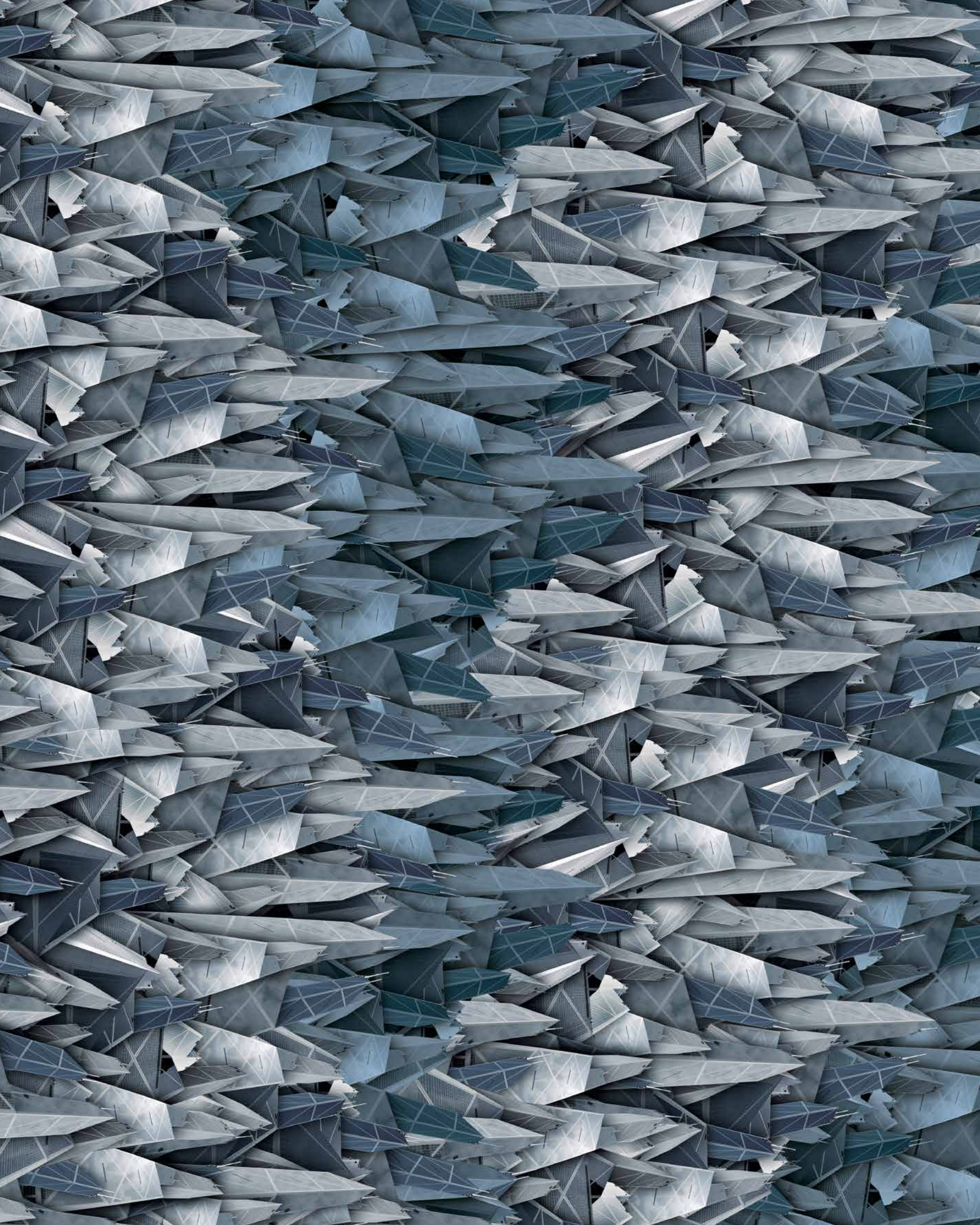
176 **PUBLICACIONES**

184 HOMENAJE A EMILIO ONTIVEROS

Pablo Hernández de Cos

188 A EMILIO ONTIVEROS

Nadia Calviño





PRÓLOGO

Quien debería haber escrito estas líneas de presentación nos dejó el pasado 1 de agosto. Emilio Ontiveros, presidente y fundador de Afi hace 35 años, no ha tenido tiempo de ver publicado este libro que, como él solía decir, combina celebración con testimonio. Celebración de cinco años más de vida de una organización que ha atestiguado – y a veces protagonizado – el periodo de transformaciones más intensas en la economía global y española. Nuestra misión fundacional, que a día de hoy conservamos, fue la de “interpretar lo que ocurría en nuestro entorno e incorporar su resultado en nuestra labor de asesoramiento, consultoría y formación, con especial atención a los operadores de nuestro sistema financiero”. Este es, una vez más, el propósito principal de este libro 35 aniversario de Afi, en cuya dirección y elaboración participó Emilio hasta pocos días antes de dejarnos.

La primera sección, “Treinta y cinco años de historia económico-financiera”, que firman el propio Emilio junto con Ángel Berges y Daniel Manzano, hace un repaso sintético de esa historia durante los 35 años de vida de Afi. 35 años que coinciden con los transcurridos desde que se produjo un hecho trascendente: nuestra incorporación a la Comunidad Económica

Europea en 1986. A través de cinco capítulos anidados en periodos temporales secuenciales, que delimitan contextos y entornos bien diferenciados, se analizan las vicisitudes y la extraordinaria transformación vivida por una economía que, no sin dificultades, y a pesar de sus debilidades todavía vigentes, se ha abierto y abrazado con éxito desigual el paso marcado por las más prósperas y desarrolladas del mundo.

La segunda sección, “Treinta y cinco colaboraciones para treinta y cinco años”, mira la historia desde un ángulo distinto. El foco se encuentra aquí en tópicos concretos que, con la perspectiva histórica de este largo periodo, son abordados monográficamente por cada uno de los autores que participan: miembros actuales del equipo de Afi, o de aquellos otros que formaron parte de este o del Consejo Académico de Afi Escuela. Sobre temas vinculados a la economía escriben Mauro Guillén, Daniel Fuentes, Jorge Sicilia, Ignacio Ezquiaga, Gonzalo García, César Cantalapiedra, María Romero, José Juan Ruiz y José Antonio Herce. Sobre aspectos relacionados con el sistema financiero lo hacen Manuel Conthe, José Manuel Amor, Esteban Sánchez, Aitor Milner, David Cano, Pablo Mañueco. El ámbito

de sectores y empresas lo abordan Reyes Maroto, Rafael Myro, Arturo Rojas, Vicente Salas, Ignacio Santillana, Diego Vizcaíno y Pablo Guijarro. Por su parte, Rodrigo Buenaventura, Fernando Restoy, Francisco José Valero, Alfonso García y Esther Badiola lo hacen sobre instituciones y regulación. Sobre tecnología e innovación, Álvaro Martín y yo mismo. Sobre gobernanza, desarrollo y sostenibilidad hay varias entradas de Lara de Mesa, Virginia González, Claudia Antuña y Verónica López. Finalmente, se refieren al ámbito de la formación Mónica Guardado y Pilar Barrios.

La tercera sección encuadra el desarrollo de Afi como grupo, que ha extendido su presencia inicial en el ámbito del análisis y asesoramiento económico-financiero, a otros como la consultoría, la tecnología, la gestión de activos y la formación, dentro de la rica historia de acontecimientos políticos, económicos y financieros que han jalonado el periodo tan apasionante intelectual y profesionalmente que hemos vivido.

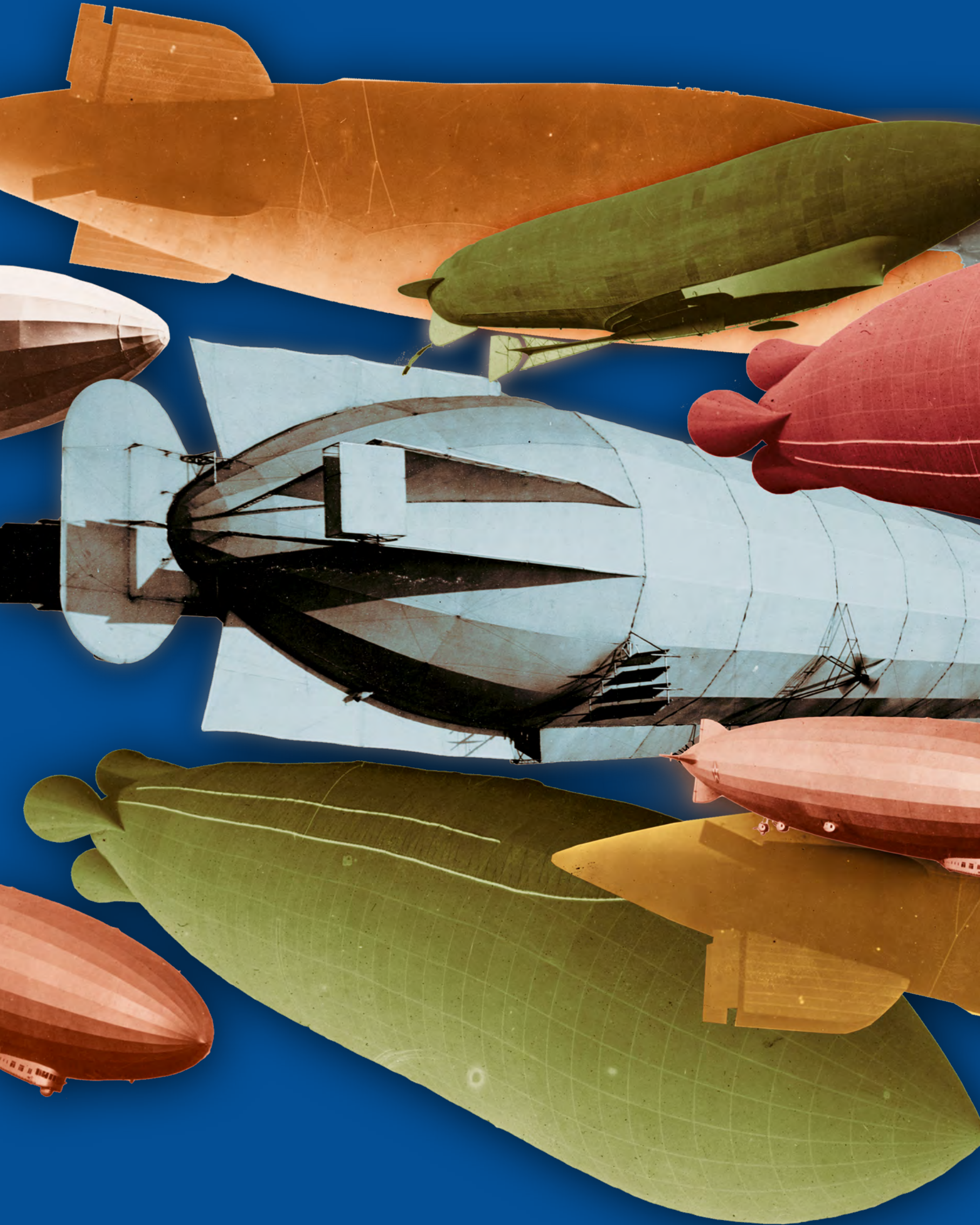
Como no podía ser de otra forma, este libro finaliza con un homenaje dedicado a Emilio Ontiveros. Homenaje a una persona de dimensión mayúscula en muy distintas facetas: la de economista, académico, profesor, divulgador, empresario y amigo. Facetas, todas ellas, que han sido bien glosadas por cientos de testimonios que hemos recibido a lo largo de estos meses, y hemos incorporado en www.afi.es/emilio-ontiveros, un espacio permanente que contribuirá a mantener vivo su recuerdo y conservar su memoria. A modo de epílogo, cerramos la edición de este libro con algunas de las intervenciones del acto de homenaje que tuvimos ocasión de celebrar el pasado 24 de octubre.

Además de lo que se menciona en el epílogo, me gustaría destacar aquí tres cualidades de Emilio que han sido determinantes para la historia de nuestra empresa: inteligencia, determinación y generosidad. Inteligencia y determinación para desarrollar un proyecto que ha vivido el periodo de mayor progreso económico y social de nuestra historia, pero también crisis sin precedentes que nos han obligado a adaptarnos y transformarnos en lo que hoy somos, sin perder la esencia de lo que hemos sido siempre. Generosidad para favorecer, hace ahora seis años, un relevo generacional en la dirección y el desarrollo de este proyecto, cediendo la responsabilidad de gestión de la empresa a un conjunto de socios que nos embarcamos en esta aventura hace más de veinte años. Este último lustro ha permitido que Afi llegue hoy más lejos que nunca pero, sobre todo, nos ha permitido disfrutar de hacerlo en compañía de quienes nos precedieron y, especialmente, al lado de un Emilio orgulloso y satisfecho de haber sabido “reproducir nuestra especie”.

Finalizo con merecidos agradecimientos: en primer lugar, a los más de 230 profesionales que formáis hoy parte de Afi y contribuís con vuestro esfuerzo e ilusión a que cada año seamos una mejor empresa; al casi millar de personas que en algún momento habéis sido parte de esta casa y habéis contribuido a nuestro desarrollo; a las decenas de miles de antiguos alumnos y miles de profesores que habéis pasado por nuestras aulas; a los miles de clientes que confiáis en nosotros para acompañaros en vuestro camino; y a todos los que, de muy diferentes maneras, formáis parte de la familia Afi.

Borja Focillas

Presidente y consejero delegado de Afi



A collection of various blimps and dirigibles in different colors (white, red, yellow, blue, green, orange) against a solid blue background. The blimps are arranged in a diagonal line from the top right to the bottom left. The text is centered on the right side of the image.

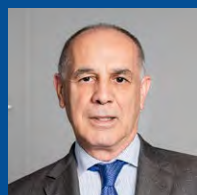
**35 AÑOS EN LA HISTORIA
ECONÓMICO-FINANCIERA
ESPAÑOLA**

35 AÑOS EN LA HISTORIA ECONÓMICO-FINANCIERA ESPAÑOLA

Introducción

1. 1987-1993

Impulso tras la adhesión a la CEE, crisis posterior y la resaca del 92



Ángel Berges

2. 1994-2007

El proceso de incorporación a la Unión Económica y Monetaria y los felices 2000



Daniel Manzano

3. 2008-2013

La crisis financiera global y el derrumbe de la economía española



Emilio Ontiveros

4. 2014-2019

Reinicio tras la debacle: a la búsqueda de un círculo virtuoso

5. 2020-2022

El impacto de una inesperada pandemia y de una guerra

INTRODUCCIÓN

Al igual que ocurre con las personas, el momento en el que nacen las empresas puede ser, si no determinante, al menos un condicionante significativo de su evolución, a través de las oportunidades y amenazas que se ciernen en su trayectoria. En este sentido, es de justicia reconocer que Afi nació en un buen momento, finales de los ochenta del siglo pasado, que sin duda define una conjunción de factores relevantes para la posterior trayectoria de la economía mundial, y desde luego de la española, principal objeto de atención de los trabajos de análisis, consultoría y formación por los que discurriría la actividad de nuestra empresa.

La vida política española, y de forma muy particular su economía, concluía la década de los ochenta con esperanzas inequívocamente vinculadas a su modernización. Aunque pueda resultar una excesiva simplificación, esas aspiraciones equivalían a su homologación, no solo institucional, con Europa. Cuando se contemplan con algo de distancia histórica estos 35 años transcurridos, la referencia más vinculante para los agentes políticos y económicos es precisamente la satisfacción de esa aspiración integradora. La significación de esa suerte de hilo conductor de gran parte de las transformaciones de nuestra economía es tanto mayor cuanto que es precisamente a partir de finales de los ochenta cuando, también en Europa tendrán lugar transformaciones de gran calado, en la geografía política más cercana y, desde luego, en su perfeccionamiento institucional. La desaparición de la Unión

Soviética y la correspondiente reunificación alemana, hasta la disposición de un horizonte de integración monetaria, pasando por ampliaciones del propio perímetro de estados miembros, definen una dinámica de intensas transformaciones a las que España por primera vez en muchas décadas no está ajena.

La economía española trataba difícilmente de compatibilizar una transición política, desde la aprobación de la Constitución, con una reducción de los desequilibrios económicos ciertamente relevantes, sin duda una difícil coexistencia, con una inflación en niveles muy elevados, un desempleo al alza y unos intensos desequilibrios en la balanza de pagos que se traducían en una permanente inestabilidad del tipo de cambio de la peseta. Los equilibrios entre las reformas necesarias y la cohesión social no eran precisamente fáciles. La pertenencia a las instituciones europeas actuaba, sin embargo, como la referencia más vinculante para avanzar en la convergencia nominal de la economía, pero también para la adaptación sectorial, como fue el caso de las decisiones propiciatorias de la reconversión de sectores industriales.

Los noventa presenciaron cambios en la concepción del papel de los gobiernos, con un claro sesgo liberalizador. También en una intensificación de la dinámica de globalización, de la extensión del comercio y de los flujos de inversión internacionales, con un hito especialmente destacable en el nacimiento de la OMC en 1994, a la que China se incorporaría

siete años más tarde. En esa aceleración de la integración global el papel de la economía china mantuvo un protagonismo destacable con un crecimiento ininterrumpido y de cuantía sin precedentes, pasando de ser una economía de las más atrasadas a la segunda economía más importante del mundo en apenas tres décadas. Y todo ello con un protagonismo creciente del sector privado, pero sin que el gobierno renunciara a ese control estrecho que caracteriza la singularidad política de ese régimen. Si en 1987 China era el principal exportador textil del mundo, en los años sucesivos acentuaría su desplazamiento hacia la producción y exportación de bienes con mayor valor añadido como la producción electrónica, y a la participación en las cadenas de valor trasfronterizas hasta convertirse en el actor diferenciado que es actualmente.

En paralelo con esa apertura de China basada en su inserción en económica global, la escena política tiene su más notable hito en el desmembramiento de la Unión Soviética, del que la caída con la caída del muro en noviembre de 1989.

En ese contexto internacional la UE trataba de avanzar en el fortalecimiento de la dinámica de integración, de forma prioritaria en la definición de las bases para una mayor integración monetaria. Precisamente durante la primera presidencia española de las Comunidades Europeas se trazaron los perfiles de lo que sería la Unión Monetaria (UEM).

La incorporación al euro, una decisión homologadora más, pero con efectos inequívocamente favorables sobre el asentamiento de la estabilidad macroeconómica, también supuso un ejercicio de pedagogía interna para los agentes económicos españoles,

para asumir los retos que esa integración significaba. Los gobiernos hicieron lo propio con las exigencias de homologación institucional, en definitiva, de modernización.

En dicho contexto, Afi supo adecuar sus centros de atención, desde el original foco en los tipos de cambio, que incluyó en su recorrido la crisis manifestada en primera instancia en septiembre de 1992 del Sistema Monetario Europeo, hacia un enfoque mucho más amplio y consistente con lo que posteriormente sería, tras la emergencia del euro, la nueva política monetaria del BCE. También prestando una especial atención a una política presupuestaria, cuya imperfecta sincronización con la monetaria iba a ser el germen de muchos de los problemas estructurales de la Unión Económica y Monetaria (UEM), y muy especialmente de la economía española.

La expansión de los ochenta y noventa facilitando la ampliación de actores en la dinámica de globalización también propició la reducción de la pobreza, aunque se sientan las bases del aumento de la desigualdad en el seno de los países. En cualquier caso, la citada expansión no fue óbice para que se manifestasen episodios de inestabilidad de alcance global a finales de los noventa, como la crisis asiática en 1997 o el pinchazo de la burbuja tecnológica en 2000. Pero nada que ver con las que irrumpieron a finales de las dos primeras décadas del siglo XXI, y que tuvieron consecuencias particularmente adversas en la economía española.

La denominada crisis financiera global, originada en 2008 en el mercado hipotecario estadounidense, desencadenó la emergencia de algunas de las limitaciones de la UEM, hasta el punto de generar una desconfianza seria

sobre su continuidad, o de la pertenencia de algunos países a la misma. Los simultáneos y autoalimentados problemas de credibilidad y sostenibilidad en la deuda soberana y los sistemas bancarios generaron un bucle diabólico de complicada superación, tanto más cuanto que en muchos momentos no se contó con las decisiones más acertadas.

Tampoco ayudaron las debilidades de algunas economías nacionales. Desde luego la española. Todo ello se tradujo en daños reales, como la erosión de la renta per cápita, o el aumento del desempleo y de la desigualdad. Pero también en daños sobre la credibilidad; en la confianza de los agentes, españoles y extranjeros. Aunque se superó preservando la vinculación e integración europea, costó casi una década recuperar el PIB de 2008.

Ya en el inicio de la tercera década del siglo, con la emergencia de la pandemia, la economía global se enfrentó a un choque negativo de naturaleza e impacto global inédito en la historia más reciente. Afectó con gran intensidad (más que la gran crisis financiera de 2008) tanto a la oferta como a la demanda agregada, y se extendió de manera secuencial desde su origen en China (a la postre el país menos impactado) a prácticamente todos los países. España, una vez más, por razones muy vinculadas a su estructura productiva resultó ser uno de los más impactados.

Apenas superada esa crisis, y cuando comenzaban a aflorar los efectos colaterales de la misma (cuellos de botella en los procesos productivos y tensiones inflacionistas adicionalmente alimentadas por la liquidez suministrada para superar la pandemia), las tensiones en los mercados de la energía, tras la invasión de Ucrania por Rusia, han sido los

catalizadores de una deriva adicional al alza en la inflación. No solo eso, sino que comprometen, sobre todo en Europa, la expansión pospandemia y, en función de la evolución del conflicto, las perspectivas de recuperación a medio plazo.

Todo ello configura un futuro especialmente complejo caracterizado por discontinuidades de notable significación no exentas de cuestionamientos, tanto en términos sociopolíticos y económicos:

- Reconsideración de las políticas energéticas tras la crisis provocada por la invasión de Ucrania: sostenibilidad y eficiencia sí, pero también seguridad en el suministro.
- Incremento generalizado de presupuestos en defensa.
- Redefinición de las hegemonías y polarización con replanteamiento del multilateralismo.
- El papel de la UE en ese nuevo marco global.
- Inflexión, o al menos ralentización en la tendencia secular a la globalización.

Como en los más específicamente referidos al sistema financiero:

- Limitaciones de la política monetaria ante el *shock* inflacionista pospandemia y, sobre todo, poscrisis energética.
- Revolución tecnológica, con la conectividad y la digitalización liderando el desarrollo económico y el de los mercados financieros.
- Alineamiento del sistema financiero con la sostenibilidad.
- La irrupción de los criptoactivos (DLT, NFT...) y el replanteamiento de las monedas de reserva.

De hecho, probablemente ese futuro sea más complejo que el existente cuando Afi daba sus primeros pasos. Con todo, los cambios en el entorno han sido intensos y casi continuos durante estas tres décadas y media de vida de Afi. Dichos cambios y las grandes transformaciones que han inducido los abordaremos con cierta profundidad en los cinco capítulos siguientes de esta sección, en los que con una “perspectiva española” hemos dividido el horizonte total, atendiendo a la especial significación de las transformaciones registradas en cada uno de ellos:

1. 1987-1993: Impulso tras la adhesión a la Comunidad Económica Europea, crisis posterior y la resaca del 92
2. 1994-2007: El proceso de incorporación a la Unión Económica y Monetaria y los felices 2000
3. 2008-2013: La crisis financiera global y el derrumbe de la economía española
4. 2014-2019: Reinicio tras la debacle: a la búsqueda de un círculo virtuoso
5. 2020-2022: El impacto de una inesperada pandemia y de una guerra.

Ese análisis, con un enfoque cronológico, de las principales transformaciones registradas en la economía, el sistema financiero y el tejido empresarial, estará enriquecido de forma muy especial con las aportaciones monográficas realizadas por 35 expertos en sus respectivos ámbitos en otra sección de este libro conmemorativo de nuestro 35 aniversario.

Con todo ello pretendemos ofrecer una visión completa, cronológica y transversal, de esos cambios en el entorno, de los que Afi ha sido un protagonista muy activo, no solo en términos analíticos y de divulgación, sino también acompañando a numerosos agentes económicos en sus tomas de decisiones, y contribuyendo con ello a la modernización económica y financiera de nuestro país.

1. 1987-1993

IMPULSO TRAS LA ADHESIÓN A LA CEE, CRISIS POSTERIOR Y LA RESACA DEL 92

La adhesión de España a las instituciones europeas, nueve años después de la aprobación de la Constitución, es uno de los episodios centrales que conforman el contexto en que la actividad política y económica se ha desarrollado en las décadas posteriores. No solo porque constituye un marco vinculante de normas de gran significación jurídica y económica, sino también en las prácticas de los agentes económicos, de las empresas fundamentalmente.

Por otra parte, en 1987, el año posterior a nuestra incorporación a la Comunidad Económica Europea (CEE), y apenas iniciados los trámites de constitución de Afi, tuvo lugar el *crash* bursátil el mes de octubre. El día 19 de dicho mes, sin que apenas se hubiesen notado síntomas de inquietud en las semanas previas, y después de meses de fuerte impulso alcista de los mercados bursátiles, el Dow Jones se hundió más de un 24%. La rápida reacción de la Reserva Federal, proveyendo todo tipo de liquidez a los agentes de manera decidida, con Alan Greenspan a la cabeza, tras haber sido nombrado presidente de la institución pocos meses antes, surtió efecto. En general, tanto los mercados como la economía se estabilizaron pocos trimestres después. La experiencia y las lecciones del *crash* de 1929 habían resultado útiles para sortear una nueva "Gran Depresión".

Estos fueron los antecedentes inmediatos, cargados de simbolismo, previos al nacimiento de Afi. Se abría un largo periodo en el que la economía española sufriría una profunda

transformación como consecuencia de su definitiva apertura al exterior. Los principales exponentes de dicha apertura fueron el desarme arancelario frente a sus socios comunitarios y la eliminación de toda restricción a la libre movilidad de capitales. Además, la citada apertura propició el comienzo de amplios procesos de desregulación en casi todos los ámbitos de la economía, así como la puesta en marcha de numerosas (aunque insuficientes) reformas estructurales tendentes a eliminar las numerosas rigideces que históricamente habían caracterizado a la economía española.

Las dificultades para estrechar sustancialmente el diferencial del crecimiento de los precios nacionales frente a los países comunitarios con mayor estabilidad de precios, el grave deterioro de las finanzas públicas, y las dificultades en la creación de empleo suficiente para reducir las elevadas tasas de desempleo que entonces, y todavía hoy, exhibía la economía española, fueron los elementos más adversos de un primer periodo, 1987-93, en el que su expansión superó en todo caso la media de sus homólogas europeas y, en general, del conjunto de países desarrollados.

Bien es cierto que deben distinguirse con claridad dos subperiodos: una fuerte expansión hasta 1990, que dio paso luego a un periodo de progresiva desaceleración económica que se sustanció en 1993 en un periodo recesivo tras la resaca de 1992. En este año, las Olimpiadas de Barcelona y la Exposición Universal de Sevilla

fueron reflejo de ese proceso de apertura y modernización de nuestro país iniciado años antes, pero también, en alguna manera, de excesos que se cometieron en dicho periodo.

La expansión económica: 1987-89

La recuperación iniciada a finales de 1983 por las economías europeas, la reducción de precios del petróleo que tuvo lugar en 1986 y las expectativas generadas por la adhesión de España a la CEE fueron los catalizadores del despegue económico de la economía española, tras el profundo ajuste y saneamiento sufrido en los años previos. Este hecho, y el propio reto de competitividad que planteaba la integración europea, determinaron un proceso inversor de extraordinario calado con tasas de crecimiento reales de dos dígitos, que hizo que la formación bruta de capital aumentase su peso en el PIB nada menos que en cinco puntos porcentuales (hasta el 24,3%). La gran capacidad de arrastre de la inversión se vio complementada con un fuerte dinamismo del consumo, cuya tasa media anual acumulativa superó el 5% en esos años, de modo que el crecimiento de la demanda interna total se situó en el 7% en tasa media acumulativa anual, muy por encima del nada despreciable ritmo de crecimiento medio del PIB del 4,7%, uno de los mayores de la OCDE en el mencionado periodo.

Esa presión de la demanda acabó manifestándose sobre la inflación, aunque en este ámbito se habían logrado avances significativos al comienzo del periodo expansivo como consecuencia de los efectos beneficiosos de la caída de los precios energéticos, la moderación salarial que acompañó el inicio del despegue y una todavía relativamente baja tasa de utilización de la capacidad productiva.

Agotados los efectos del primero de los factores, y alterándose radicalmente las condiciones de los otros dos, las tensiones en precios empezaron a manifestarse con cierta violencia en la segunda mitad del periodo expansivo hasta alcanzar el 7%, acentuándose un fenómeno preocupante que se conservó durante varios años más: la dualidad en el comportamiento de los precios de los bienes abiertos a la competencia exterior (los industriales) frente a la de aquellos que no lo estaban (servicios).

El reflejo de la presión de la demanda fue todavía, si cabe, más evidente en la vertiente exterior. Las importaciones se dispararon, en particular las de bienes de equipo, necesarias para satisfacer el reequipamiento y modernización del aparato productivo. El desarme arancelario y la fortaleza de la peseta, apoyada esta en los enormes flujos de capital que absorbía entonces la economía española, con un peso muy notable de la inversión directa, fueron los otros determinantes de la expansión de las compras en el exterior. Todo ello acaba traducéndose en un déficit comercial en 1989 que en términos absolutos fue el tercero en el *ranking* mundial después del de EE. UU. y del Reino Unido, y el primero en términos relativos alcanzando niveles superiores al 8% del PIB. Las necesidades de financiación exterior, de las que es expresivo dicho déficit, fueron cubiertas holgadamente, en todo caso, con la abundante entrada de capital ya mencionada, siendo las expectativas de elevadas rentabilidades de las inversiones reales su principal motor.

Menos evidente era la insuficiente corrección que durante los mencionados años se produce en el déficit de las Administraciones públicas. Aunque el déficit público pasó desde el 6% del PIB en 1986 a niveles marginalmente inferiores al 3% en 1989, dicha reducción encubría un aumento del

componente estructural del mismo por la fuerte expansión económica. Dicha expansión se tradujo, por otra parte, en un notable aumento del empleo, de modo que, aun contando con un crecimiento significativo de la población activa, la tasa de desempleo se redujo en cinco puntos, hasta el 16%, durante esta fase expansiva.

La desaceleración y la recesión: 1990-1993

El ejercicio de 1990 marcó el punto de inflexión en el ciclo económico. La aplicación de políticas económicas globalmente restrictivas, un entorno exterior más desfavorable y el propio agotamiento del proceso inversor iniciado a mediados de los ochenta determinaron la ralentización económica en paralelo a la que también definieron el conjunto de las economías europeas. Con todo, en los dos primeros años 1990-91 de este segundo periodo se evidenció un ritmo de crecimiento medio todavía significativo, cercano al 3%, que permitió, de hecho, el mantenimiento de la creación de empleo neto en el bienio.

El aumento de la demanda interna pasó a estar sostenido básicamente por el consumo, al descender dramáticamente el crecimiento de la inversión en bienes de equipo y construcción. La propia inversión en bienes de equipo registró ya tasas negativas en 1991. Un año después el conjunto de la formación bruta de capital fijo definía una caída del 4% y en 1993 llegó a superar los dos dígitos. También el consumo terminó por exhibir tasas negativas en este último año, propiciando una cesión del 3,6% de la demanda interna, de modo que solo la importante mejora que tras las devaluaciones de la peseta tiene lugar en la vertiente exterior permite que la caída del PIB en dicho ejercicio no superase el 1%.

La desaceleración económica no conllevó en su inicio una corrección de los desequilibrios básicos que emergieron durante el periodo expansivo. Las tensiones inflacionistas -con su carácter dual- y el deterioro del déficit comercial y por cuenta corriente, más como consecuencia entonces de una pérdida de competitividad vía tipo de cambio efectivo real que por presiones de la demanda interna, permanecieron vigentes. Solo en 1993, en pleno periodo recesivo, empezaron a manifestarse correcciones sustanciales en tales desequilibrios, siendo especialmente significativa la que se observó en la vertiente exterior. No solo al enfriamiento de la demanda interna, sino también las ya mencionadas devaluaciones de la peseta en el contexto de la grave crisis que vivió el Sistema Monetario Europeo (SME) en 1992-93 contribuyeron a ello. Sin embargo, el déficit de las Administraciones públicas se disparó como consecuencia de la propia coyuntura y del rápido crecimiento del gasto público de las Comunidades Autónomas en el proceso de regionalización de las finanzas públicas. Este proceso, iniciado entonces, no dejó de intensificarse a lo largo de las siguientes décadas como consecuencia de la extraordinaria descentralización del Estado que ha tenido lugar.

En torno a 800.000 empleos perdidos en el bienio 1992-93, con un ascenso de la tasa de paro de más de seis puntos, son datos bien expresivos de la profundidad con la que el debilitamiento de la actividad y las rigideces existentes dañaron el mercado laboral.

Política económica: el ancla del tipo de cambio

Coincidiendo con la importante desaceleración de la inflación que tiene lugar al inicio del periodo y la mejoría que se produce en el ámbito de las finanzas públicas, la política monetaria

tiende a relajarse hasta mediados de 1988. Posteriormente, las primeras evidencias de reaparición de tensiones inflacionistas, en un contexto de fuerte presión de la demanda interna sobre la producción, acaba por propiciar la adopción de una política monetaria crecientemente restrictiva. Sin embargo, no tuvo el adecuado acompañamiento en la vertiente presupuestaria ni en la aplicación de reformas estructurales que eliminasen las profundas rigideces que gobernaban el funcionamiento de algunos mercados, impidiendo una transmisión interna suficiente de los efectos que producía el amplio proceso de apertura exterior que se había iniciado.

La restricción monetaria, de la que el anclaje del tipo de cambio nominal de la peseta era su principal elemento definidor – de manera informal hasta junio de 1989, y con un compromiso explícito tras la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo en dicha fecha -, fue exhibida como elemento fundamental en el compromiso de las autoridades de acelerar el objetivo de convergencia en tasas de inflación con los países comunitarios. En efecto, el 19 de junio de 1989, coincidiendo con un Consejo Europeo celebrado en Madrid, se decidió la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) adoptando el mayor margen de fluctuación, del 6%. Este discurso era tanto más obligado por la ausencia de las políticas de acompañamiento antes mencionadas, y ante la evidente manifestación del creciente desequilibrio en precios y en la vertiente exterior.

La salvaguardia de la «estabilidad cambiaria» era la expresión y el elemento afianzador en aquellas circunstancias de la restauración de dichos desequilibrios a medio plazo y garantizaban

a corto una financiación exterior holgada que permitía hacer frente al necesario aumento de *stock* de bienes de capital de la economía. En concreto, la opción de no acomodar el tipo de cambio nominal de la peseta a las pérdidas de competitividad-precio se asumía como conveniente en virtud de:

- La necesaria modernización y reequipamiento del aparato productivo, que requería de un elevado componente de importaciones, de cuya intensidad eran elocuentes las elevadas tasas de crecimiento de la formación bruta de capital.
- Se hacían más vinculantes las mejoras de productividad para los sectores abiertos al exterior.
- Permitía importar deflación en un contexto en el que una inflación importada habría sido más rápidamente indiciada.
- Ofrecía mayores “garantías” para la obtención de un flujo suficiente de capitales capaz de financiar el importante desequilibrio exterior.

Tales ventajas fueron progresivamente puestas en entredicho ante las dificultades para que la política de rigor monetario se transmitiese vía precios. La inmunidad del sector servicios a la competencia exterior, así como las propias rigideces vigentes le permitía a este trasladar a los precios finales el fuerte aumento de los costes. Este hecho terminó por situar en una posición muy comprometida al sector manufacturero, cuyos precios finales -en ausencia de barreras de entrada- venían definidos por la competencia exterior, mientras que sus costes estaban indiciados al crecimiento de los precios domésticos. En definitiva, la eficacia antiinflacionista de la política de anclaje del tipo de cambio nominal y de mantenimiento

de la beligerancia monetaria fue solo eficaz allí donde podía serlo. Por el contrario, no tuvo efectos allí donde la precondition de ausencia de excesivas rigideces y un mercado suficientemente abierto al exterior no se verificaban. Justo allí, en el sector servicios, donde precisamente eran más necesarias fundamentalmente medidas de carácter estructural.

Esta situación, unida a la propia desaceleración económica, a la crisis de expectativas abiertas en el proceso de convergencia europea y a la asincronía en la coyuntura económica alemana respecto del resto de países europeos, tras el proceso de reunificación alemana de 1989-90, propicia el derrumbe del esquema de política monetaria y cambiaria previo. La brusca depreciación de la peseta, formalmente amparada en las tres devaluaciones que tienen lugar en el periodo que va desde septiembre de 1992 hasta mayo de 1993, sellan el cambio de política económica. Las condiciones monetarias se relajan sustancialmente desde entonces, a lo que contribuye también el margen que proporciona la instrumentación más laxa de la política monetaria del Bundesbank en los años siguientes a la reunificación. Además, empieza a cobrar el peso que antes le faltó a la necesidad de instrumentar una política de consolidación presupuestaria y de reformas estructurales profundas, entre ellas la del mercado de trabajo.

La transformación del sistema financiero

La profundización financiera de la economía y su apertura al exterior, el avance de la desintermediación financiera, la creciente expansión de la institucionalización de la inversión y la transformación del sistema bancario constituyen los principales exponentes en que

sintetizar los cambios experimentados por el sistema financiero español (SFE) en dicho periodo, iniciados ya en la década anterior.

Profundización y apertura financieras al exterior

El peso de los activos y pasivos financieros sobre el Producto Interior Bruto (PIB), exponente de la profundización financiera de la economía, no dejó de crecer. Si en 1981 suponían cuatro veces el PIB, al término de 1993 ese factor era más de cinco veces. A ese protagonismo creciente del sector financiero contribuyeron diversos factores, en especial la creciente apertura financiera de la economía española al exterior, y la propia profundización de los sectores interiores; pero la razón última hay que localizarla en el continuo proceso de desregulación y liberalización de la actividad financiera. La eliminación de restricciones operativas y sobre los tipos de interés, así como la disolución de barreras diferenciadoras entre las entidades financieras, contribuyeron a ese mayor peso específico del sector financiero en el conjunto de la economía. Con ello quedó abonado el terreno para que en el sistema arraigase ese proceso de innovación que caracterizaba la evolución de los sistemas financieros, trasladando a España nuevos instrumentos y técnicas financieras. Esa facilidad de absorción de innovaciones y, más genéricamente, la modernización institucional y operativa del sistema español requiere para su cabal comprensión tomar en consideración lo que fue la considerable apertura al exterior tras nuestra incorporación a la CE.

En efecto, desde 1987, el sector exterior registró un continuo crecimiento en su contribución al aumento de los activos y pasivos financieros de la economía española. La persistente necesidad de ahorro externo que definía la economía española,

el proceso de integración en la CE y la asunción de las exigencias liberalizadoras asociadas a la misma permitieron esa participación de la economía española en el amplio proceso de integración financiera internacional.

Esa mayor dependencia del ahorro exterior era, y continuó siendo durante muchos años, uno de los rasgos básicos con que la economía española debió abordar las transformaciones en su sistema financiero, al tiempo que aumentaba su vulnerabilidad ante alteraciones potenciales de la escena financiera internacional.

Si hasta mediada la década de los ochenta la dependencia del ahorro exterior de la economía española había sido satisfecha mayoritariamente por financiación crediticia captada en los mercados de eurodivisas, a partir de entonces fueron las distintas formas de inversión las que contribuyeron ya en mayor medida al aumento de los pasivos frente al exterior y, en definitiva, al de la posición deudora neta (diferencia entre pasivos y activos) frente al exterior. Ese mayor peso específico de las inversiones en la composición de los pasivos financieros frente al exterior contribuyó a reducir el grado de exigibilidad de esa posición deudora neta, aunque ello no suponía una menor vulnerabilidad a las perturbaciones originadas en los mercados internacionales. Los sectores deudores netos frente al resto del mundo que son los pertenecientes a la economía real, familias y empresas no financieras y, muy especialmente, las Administraciones públicas, aumentaron de forma significativa su posición deudora.

La homologación comunitaria de la normativa sobre inversiones extranjeras e inversiones españolas en el extranjero en 1986 y la definitiva supresión de obstáculos a la libre movilidad internacional de los capitales, vigente desde

febrero de 1992, constituyeron los soportes formales de ese proceso. No puede pasarse por alto en este ámbito de homologación formal la trascendencia de la decisión de vincular la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo en junio de 1989. Como señalábamos antes, con ello se reforzó la credibilidad de la política económica española, su compromiso antiinflacionista, al tiempo que contribuía de forma significativa a la reducción del riesgo de cambio en las decisiones de inversión y financiación denominadas en pesetas. Sin embargo, la asunción de esa disciplina pondría a prueba, al igual que en el resto de los países miembros del mecanismo de cambios, la difícil compatibilidad entre esa liberalización de los movimientos de capital y el carácter del mecanismo de tipos de cambio.

En conjunto, el aumento de la apertura financiera al exterior, además de cubrir las necesidades de financiación de la economía, contribuyó decisivamente a la transformación de los mercados financieros españoles, dotándolos en amplitud, profundidad y liquidez y homologando su configuración institucional y sus prácticas operativas con las existentes entonces en los países de nuestro entorno. Ello fue especialmente relevante en el mercado de deuda pública, en el que la participación de inversores no residentes resultó determinante durante este periodo.

Desintermediación e institucionalización de la inversión

El descenso de la importancia relativa de la financiación crediticia (desde más del 50% a principios de los ochenta al 30% en 1993) es otro rasgo de la evolución experimentada por el sector financiero en los últimos años, en línea con lo

que ocurrió en otros países industrializados. Con todo, el menor peso específico de la financiación crediticia no significa que las instituciones crediticias fuesen desplazadas como titulares de activos y pasivos de la economía española, sino más bien subraya la mayor diversificación de estos y la importancia que cobraron los valores negociables a medio y largo plazo. Sin menoscabo del desarrollo de los mercados de renta fija privada en sus diversos segmentos temporales, el principal factor responsable de ese desplazamiento hacia los mercados de títulos lo explica el mencionado crecimiento entonces de los mercados de deuda pública y la intensa participación en los mismos de los agentes no residentes.

El aumento de la actividad del seguro y la canalización de la inversión a través de modalidades colectivas (sociedades y fondos de inversión mobiliaria, fondos de pensiones y seguros de jubilación), aunque también común a la evolución de otros sistemas financieros europeos, también fue destacable. La principal causa de ese crecimiento es el favorable tratamiento fiscal individual que la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas otorga a estas inversiones, a partir de la Ley del IRPF aprobada en 1991. El resultado fue el trasvase de ahorro desde otras formas de inversión a los fondos, especialmente desde depósitos bancarios del sector familias. Las gestoras participadas por el sistema bancario disponían al término de 1993 de una cuota sobre el patrimonio total de los fondos que superaba el 90%. En la explicación de ese dominio de bancos y cajas de ahorros, la disposición de una amplia red de distribución jugó un papel esencial, sin menoscabo de la decidida ofensiva de comercialización que algunas entidades asumieron. El resultado fue una alteración significativa, aunque aún limitada, en la actividad tradicional de intermediación del sistema bancario.

Frente a la relativa incertidumbre con que se contemplan las implicaciones del crecimiento de los fondos sobre la actividad bancaria tradicional, sus consecuencias sobre la actividad de los mercados primarios y secundarios de valores fueron claramente mucho más favorables. El protagonismo creciente de esas formas de inversión contribuyó a la ampliación del tamaño y de la liquidez de los mercados españoles, en especial los de deuda pública.

A esa liquidez y modernización de los mercados también contribuyó la puesta en marcha en 1992 del mercado español de Opciones y Futuros. En la misma fecha, el 14 de enero de dicho año, se lanzó también el IBEX 35 para servir de referencia a dicho mercado. Este índice, ponderado por capitalización, se compuso con las 35 compañías más líquidas que cotizaban en la bolsa española, convirtiéndose desde entonces en el referente nacional e internacional del mercado bursátil español.

Transformación del sistema bancario

Un exponente adicional de las transformaciones que experimentó el SFE se refieren específicamente al sistema bancario español. La rápida transición desde un sistema altamente regulado (sin libertad absoluta de entrada, con tipos de pasivo fijados y una pobre estructura operativa de activo) al amplio proceso de liberalización de la segunda mitad de los ochenta, no siempre ha estado acompañada de las mejores respuestas adaptativas. La desbancarización de la economía española -la gradual pérdida de importancia relativa sobre el PIB de la economía española de los balances bancarios, de los depósitos bancarios convencionales, el descenso del crédito bancario a las empresas y el consiguiente aumento de los valores en circulación-, siendo un proceso común a la generalidad de los

sistemas financieros de los países industrializados, en España no solo fue intensa, sino que coincidió con la fase recesiva de la segunda mitad del periodo, con los consiguientes efectos adversos sobre la calidad de los activos bancarios.

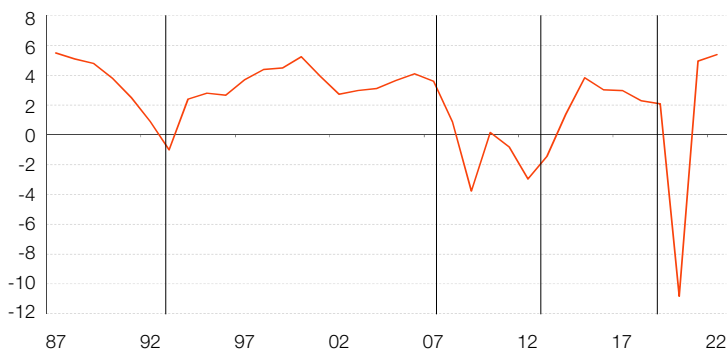
Otro rasgo destacable de esa transformación del sistema bancario español fue la continua homologación efectiva -desaparecidas las diferencias formales más relevantes desde el punto de vista de la actividad bancaria- entre los dos subgrupos más importantes de entidades: bancos y cajas de ahorros.

El subsector de cajas de ahorros no solo disponía en España de un peso específico superior al promedio de los países europeos, sino que el correspondiente al sistema bancario español no dejó de aumentar – entonces, y realmente hasta su desaparición en la pasada década- sobre el total de entidades de depósito en España. La histórica relevancia de las cajas en la captación de depósitos fue objeto de disputa entonces con una de las iniciativas que más revolucionó la banca española; el lanzamiento, en 1989, de la Supercuenta por el Banco de Santander. Se trataba de la primera cuenta corriente remunerada en el país. Hasta entonces, los bancos no pagaban intereses a sus clientes sobre las cuentas, y la remuneración de los depósitos era mínima. No obstante, las cajas de ahorros aún tenían al final de 1993 una cuota ligeramente superior al total de bancos nacionales en lo que se refiere a depósitos del sector privado residente. Por el contrario, en cuanto a la actividad crediticia se daba entonces un desequilibrio importante. Las cajas de ahorros tenían al término de 1993 una cuota del 35,7% sobre los créditos totales al sector privado residente, mientras que la banca nacional alcanzaba un 56,3%. Años después, y sobre todo con el *boom* inmobiliario de los 2000, dichas cuotas convergerían.

La reconfiguración de los grandes bancos nacionales, con procesos de concentración que no han dejado de producirse hasta nuestros tiempos, también forma parte de la historia de este periodo. Tras la entrada de España en la CEE, y el proceso de liberalización posterior, se instaló la preocupación, entre algunos de los siete e históricos principales bancos españoles de los ochenta (Banesto, Banco Hispano Americano, Banco Central, Banco de Bilbao, Banco de Vizcaya, Banco de Santander y Banco Popular), por la dificultad para competir con los grandes bancos continentales en el nuevo escenario que se planteaba. Ello propició el intento fallido en 1987 del Banco de Bilbao (cuarto del *ranking*) de hacerse con Banesto (segundo en el *ranking*), mediante una opa hostil tras conversaciones previas que no habían fructificado. Poco después, en 1988, se produjo la fusión amistosa del propio Banco de Bilbao con el Banco de Vizcaya. No hubo que esperar mucho para ver una nueva fusión entre dos de los siete históricos. En 1991 se produce la integración entre el Banco Central y el Banco Hispano Americano de la que nacería el BCH, que a la postre, en 1999, se integraría con el Banco de Santander. Previamente, este, en 1994, ya había adquirido Banesto después de que el Banco de España decretase su intervención. El Banco Popular, tras su intervención por el Banco Central Europeo muchos años después, en 2017, también se integraría en el ya entonces denominado Grupo Santander. De este modo, en los 35 años de historia que cubre este libro, aquellos siete bancos originales de referencia se han reducido a dos (Santander y BBVA), después de que además de estos procesos de integración, se hayan producido también otras (como es el caso de la banca pública y antiguas cajas en el BBVA), así como de un exitoso, en general, proceso de internacionalización durante estas décadas.

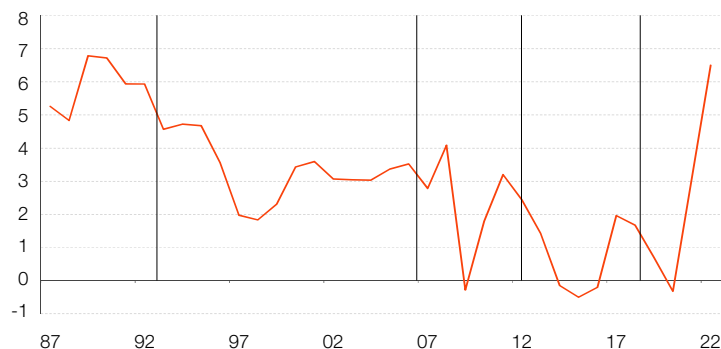
35 AÑOS DE
ECONOMÍA ESPAÑOLA
EN GRÁFICOS

Evolución del **PIB** en España
(1987-2022*, % anual)



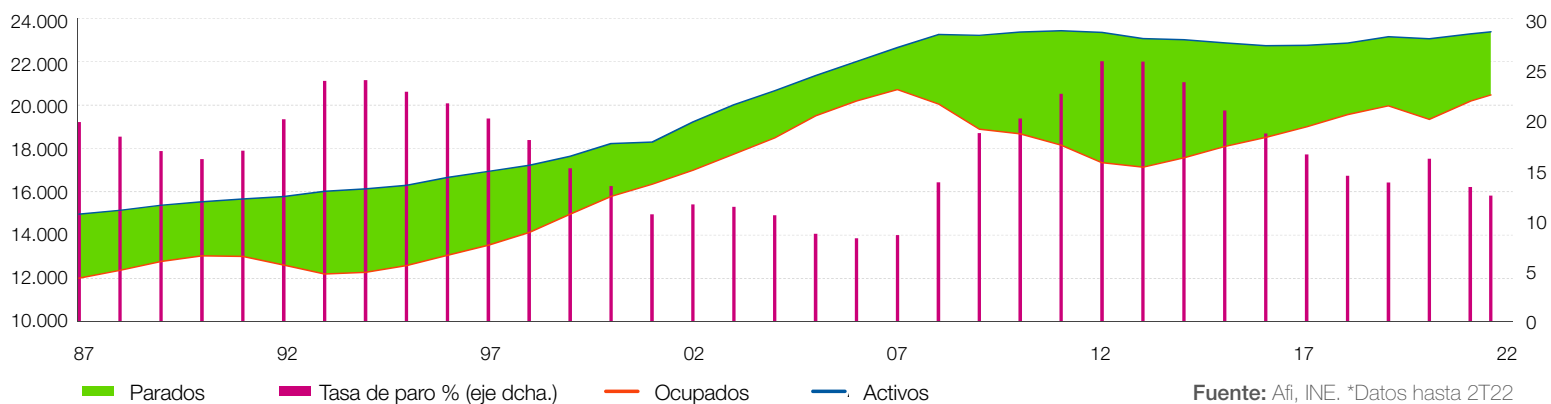
Fuente: Afi, INE. *Datos hasta 2T22

Inflación general en España
(1987-2022*, % anual)



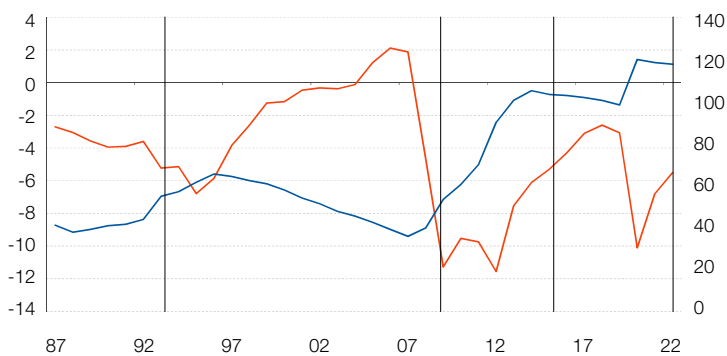
Fuente: Afi, INE. *Datos hasta 2T22

Evolución del **mercado de trabajo** en España
(Miles de personas)



Fuente: Afi, INE. *Datos hasta 2T22

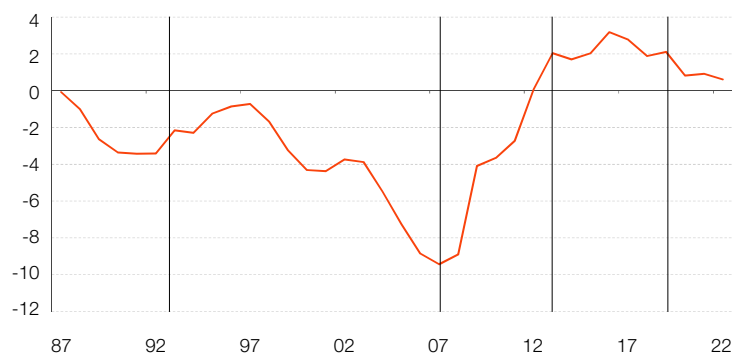
Déficit y deuda pública en España
(1987-2022*, % PIB)



— Déficit público — Deuda pública (eje derecha)

Fuente: Afi, IGAE, Funcas. *Datos hasta 1T22

Balanza por cuenta corriente en España
(1987-2022*, % PIB)

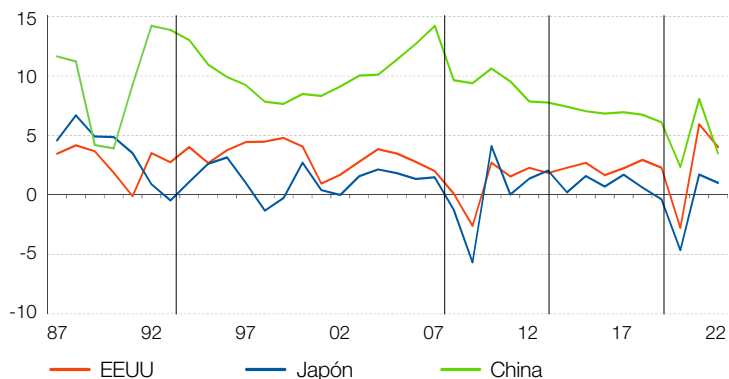


— Balanza por cuenta corriente

Fuente: Afi, BdE, Banco Mundial.
*Datos hasta 2T22

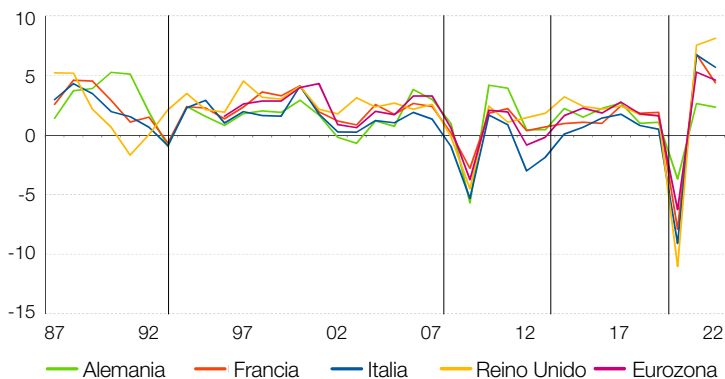
35 AÑOS DE
ECONOMÍA INTERNACIONAL
 EN GRÁFICOS

Evolución del **PIB** en EE. UU., Japón y China (1987-2022*, % anual)



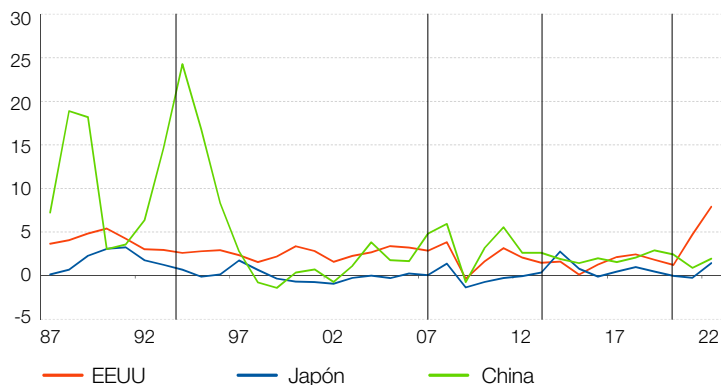
Fuente: Afi, Macrobond. *Datos hasta 2T22

Evolución del **PIB** en la eurozona, Alemania, Francia, Italia y Reino Unido (1987-2022*, % anual)



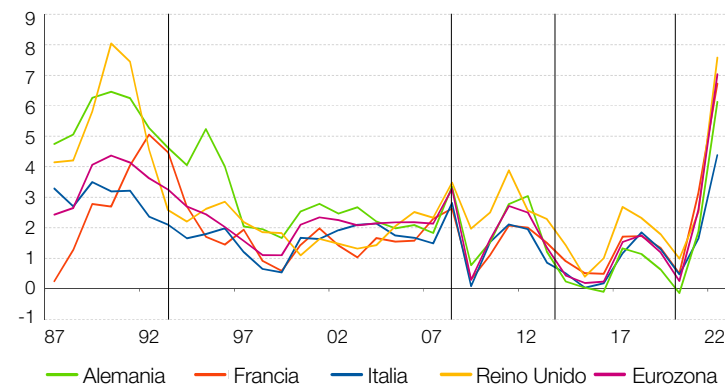
Fuente: Afi, Macrobond. *Datos hasta 2T22 UE 12 si no hay AE

Inflación general en EE. UU., Japón y China (1987-2022*, % anual)



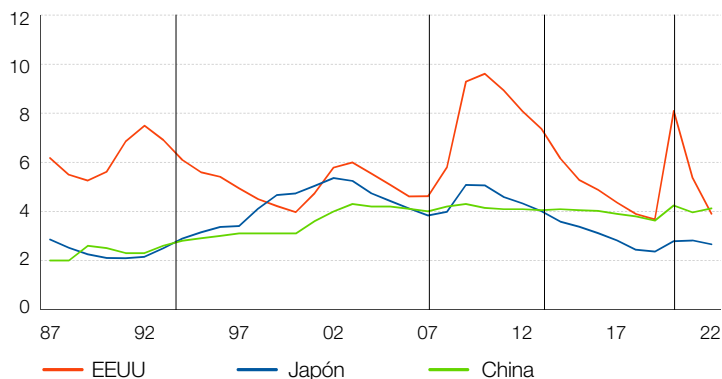
Fuente: Afi, Macrobond. *Datos hasta 3T22

Inflación general en la eurozona, Alemania, Francia, Italia y Reino Unido (1987-2022*, % anual)



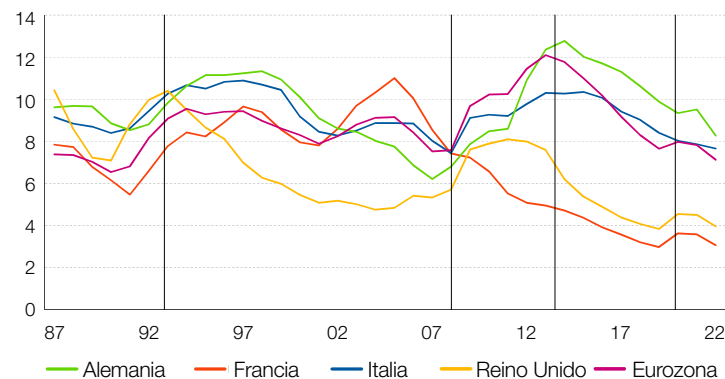
Fuente: Afi, Macrobond. *Datos hasta 3T22

Tasa de paro en EE. UU., Japón y China (1987-2022*, %)



Fuente: Afi, Macrobond. *Datos hasta 2T22

Tasa de paro en la eurozona, Alemania, Francia, Italia y Reino Unido (1987-2022*, %)



Fuente: Afi, Macrobond. *Datos hasta 2T22

2. 1994-2007

EL PROCESO DE INCORPORACIÓN A LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA Y LOS FELICES 2000

Tras la grave crisis sufrida en el periodo 1992-93, la economía española inicia un largo ciclo de bonanza entre 1994-2007, en el que no solo la expansión sino también la convergencia en renta per-cápita con los países europeos más avanzados de nuestro entorno se acelera enormemente. Ciertamente es, como se verá, que a costa en los últimos años de este periodo de un brutal aumento del desequilibrio exterior. La otra cara de la moneda fueron las extraordinarias necesidades de financiación exterior para cubrir una demanda interna desbocada. A la postre, este fue el talón de Aquiles que hizo sucumbir a la economía española, siendo finalmente una de las más dañadas tras el inicio de la gran crisis económica y financiera mundial de 2008.

Realmente, cabe distinguir dos subperiodos bien diferenciados. El primero de ellos, 1994-99, en cuyo transcurso se produjo la transición después de 14 años de gobiernos socialistas al primer gobierno del Partido Popular, define los años de esfuerzo, ajuste y transformación que concluyó con la tan compartida y ansiada incorporación de España a la Unión Económica y Monetaria (UEM). En el segundo de ellos, 2000-2007, aceleró su fase expansiva a ritmos extraordinarios hasta que la crisis financiera de 2008 puso fatalmente de manifiesto los evidentes desequilibrios que subyacían en tal crecimiento.

La Unión Económica y Monetaria como objetivo

En efecto, desde la firma del Tratado de Maastricht a finales de 1993, la economía española recorrió un camino no exento de obstáculos para alcanzar, en un periodo de tiempo relativamente corto, el grado de estabilidad y convergencia requeridos para formar parte de la Unión Monetaria. La voluntad política y la cooperación institucional para lograr la convergencia requerida hicieron posible que, en el primer fin de semana de mayo de 1998, España fuese elegida como uno de los 11 países que estaban preparados para adoptar la moneda única, el euro. En ese histórico fin de semana del 1 de mayo el ECOFIN determinó los tipos de cambio bilaterales entre las monedas que se integraban en el mecanismo del euro. Un mes más tarde nació el Banco Central Europeo (máxima autoridad monetaria de la nueva Europa). El Banco de España, que ya se había integrado al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) en mayo de 1998, transfirió sus competencias en política monetaria al Eurosistema a comienzos de 1999 cuando se constituyó la Unión Monetaria. Este acontecimiento económico y financiero no solo fue extremadamente relevante en clave internacional con la emergencia de la segunda moneda de reserva del mundo, sino determinante también de lo que ha sido el devenir de la economía española en los años posteriores. Es, sin duda, el segundo gran hito acaecido de la historia económica y financiera

de nuestro país, después del de nuestra incorporación a las Comunidades Europeas en 1996 con el que arranca este libro/documental.

El antecedente de tan trascendente logro fue la progresiva recuperación de la actividad productiva tras la recesión de 1992-93 en el marco del denominado Plan de Convergencia. El mayor crecimiento observado vino acompañado de avances substanciales en estabilidad macroeconómica: la favorable evolución de la inflación permitió cumplir con holgura el objetivo de política monetaria establecido por el Banco de España (2%); la contención del gasto público y el dinamismo de los ingresos hicieron posible que el déficit público se ajustase al programa previsto; la capacidad de financiación de nuestra economía aumentó gracias a la mejora de la balanza corriente y, por último, se siguió avanzando paulatinamente en la creación de empleo, a lo que contribuyó la reforma de la contratación laboral llevada a cabo en 1994.

El elevado ritmo de aumento del empleo y la intensidad con la que se redujo el paro desde 1996 tuvo como colofón los excelentes registros anotados en 1998. La creación de puestos de trabajo entre 1997 y 1998 se acercó a las 800.000 unidades. Especialmente destacado fue el moderado avance de la población activa en un contexto de fortaleza de la actividad económica. El descenso del paro fue bastante significativo, rompiendo la barrera de los tres millones de parados a finales de 1998, permitiendo situar la tasa de paro por debajo del 20%, con un impacto positivo de los acuerdos alcanzados entre los sindicatos y empresarios y las medidas de apoyo que fueron adoptadas para incentivar la contratación indefinida.

En este contexto de renovado dinamismo de la actividad económica, no debe pasarse por alto el comportamiento de la inflación durante toda la etapa 1996-1999. Los resultados en materia de precios fueron especialmente satisfactorios a partir de 1997, año en el que ya se lograba un mínimo histórico de inflación del 2%. Este registro situó a la economía española en un proceso compatible con el objetivo de estabilidad de precios marcado por el Banco de España y con el cumplimiento del requisito de convergencia en inflación según los postulados de Maastricht. Si en los primeros meses de 1997 aún se planteaba si era posible que países periféricos como España podían formar parte de los fundadores de la UEM en 1999, a finales del mismo año parecía ya asegurado el acceso. Esta percepción se reflejó en los mercados de deuda en los que la evolución de los tipos de interés a largo plazo tuvo un recorrido bajista, similar en términos cuantitativos al de los tipos a corto.

Mientras tanto, en Europa se observó un comportamiento dispar entre distintas economías, como Francia y Alemania, donde la demanda externa fue el principal motor del crecimiento y otros, como España y Portugal, en los que la demanda interna comenzó a mostrar claros signos de reactivación. Al tiempo que Europa se encaminaba hacia la recuperación económica y EE. UU. seguía imparable, otro aspecto a resaltar fue la continuidad en el debilitamiento de la economía japonesa. Esta situación se vio agravada por la virulencia con la que se desató la crisis asiática. Sin duda, este fue el episodio más destacado en la economía internacional de 1997 y el principal obstáculo a su registro como un año excelente en crecimiento de las economías y del comercio internacional. Su

extensión a toda la región y a la generalidad de las economías emergentes la convirtió en una crisis verdaderamente global, cuyos efectos se prolongaron durante 1998 sin que de los mismos quedaran exentas algunas de las economías industrializadas con mayores vínculos comerciales y financieros en Asia. Afortunadamente, la economía española mantenía un volumen de intercambios con aquella región relativamente reducido.

Un rasgo distintivo de la economía española en este periodo es, junto con los procesos de liberalización, así como de privatización de algunas grandes empresas públicas españolas (Telefónica, Repsol, Endesa...), la consolidación del proceso de internacionalización de las empresas españolas mediante la realización de importantes proyectos de inversión directa en el exterior. A ello contribuyó el favorable comportamiento del sector exterior desde mediados de la década de los 90. Esa tendencia persistió pese a las turbulencias que en 1998 afectaron a los mercados emergentes, siendo América Latina el principal destino de los flujos de inversión directa. Dicha inversión contribuyó al fortalecimiento de sectores clave en aquellas economías y, en cierta medida, sirvió de arrastre para otras empresas españolas de menor tamaño dispuestas a materializar también proyectos de internacionalización. A las empresas de servicios públicos (eléctricas además de la ya tradicional presencia de Telefónica) y las de servicios financieros (banca y seguros) comenzaron a sumarse representantes de otros sectores.

Otro rasgo distintivo de aquel periodo fue, en el ámbito del sector financiero, los movimientos corporativos que dieron lugar a las primeras

grandes concentraciones de la banca española moderna. En efecto, con el antecedente de la primera gran fusión entre el Banco Central y el Banco Hispano Americano de 1991 del que surgió el BCH (y que pasó a encabezar el *ranking* bancario superando al BBV nacido de la fusión del Banco de Bilbao y el Banco de Vizcaya en 1988), en abril de 1994 el Banco de Santander se adjudicó Banesto después de su intervención por el Banco de España cuatro meses antes. Cuatro años más tarde, en 1998, aquel lanzó una OPA para hacerse con el 100% de la entidad, y meses después, a principios de 1999, se anuncia la unión del Banco Santander y el BCH dando lugar al mayor banco español, el BSCH, que ya desde hace años opera con la marca original de Banco Santander. Por su parte, ese mismo año, tras la privatización de la banca pública Argentinaria en la que se habían agrupado varios bancos públicos durante el periodo de referencia, BBV y Argentinaria anuncian su fusión dando lugar al segundo gran banco español hasta la fecha tras el Banco Santander.

Una expansión desmedida

En el segundo subperiodo, 2000-2007, tras su incorporación a la Unión Económica y Monetaria en 1999 se prolongaría y aceleraría la fase expansiva de la economía española, configurándose como la más dinámica de la eurozona a excepción, por supuesto, del conocido entonces como “milagro irlandés”. El factor explicativo de este renovado dinamismo recayó en la notable relajación monetaria que se acentuó a lo largo de 1999 al hilo de la decisión del ya operativo Banco Central Europeo (BCE) de recortar su tipo de interés

de referencia hasta el 2,5%. Parece claro, mirando hacia atrás con perspectiva histórica, que mientras que la política monetaria que practicó el BCE estuvo alineada con la inflación contenida y las bajas tasas de crecimiento de las grandes economías continentales, la economía española, en fase de aceleración de la actividad y con inflación por encima de la comunitaria hubiese necesitado una política monetaria menos laxa y/o una política fiscal mucho más restrictiva que la que acompañó aquella coyuntura.

El gran dividendo en términos de credibilidad exterior que supuso la incorporación de España a la moneda única presionó además a la baja los tipos a largo plazo, configurándose un escenario de tipos de interés reales extremadamente bajos, e incluso negativos, que cebaron durante estos años la bomba del mercado inmobiliario; el verdadero motor de la extraordinaria expansión económica que se produjo. Tanto que, incluso con un gran aumento en esos años de la población activa, a lo que contribuyó la notable incorporación de la mujer y un enorme flujo de inmigración, la tasa de paro había descendido al 10,6% en 2004 y al 8,3% en 2007; su nivel más bajo en décadas y no vuelto a alcanzar posteriormente.

La extraordinaria presión de la demanda interna, que hizo persistente un diferencial de inflación con nuestros socios europeos, se tradujo en un deterioro de los términos reales de intercambio de la economía española frente a la eurozona, lo que llevó a corregir la práctica totalidad de las ganancias de competitividad que se habían producido con las devaluaciones de 1992. La combinación de esa presión de la demanda interna y la

pérdida de competitividad terminó por hacer aflorar, con una fuerte progresión, el histórico desequilibrio exterior de la economía española, hasta alcanzar el final del periodo un déficit por cuenta corriente del 10,1% del PIB; entonces el mayor del mundo en términos relativos y el segundo en términos absolutos tras el de EE. UU.

Lógicamente, esto solo era sostenible si estaba garantizado un flujo de financiación exterior estable equivalente. Y así era. Con la manta protectora de la pertenencia a la UEM, esas extraordinarias necesidades de financiación, que se generaban básicamente al calor del sector inmobiliario vía demanda de promotores y hogares, y que canalizaba el sector bancario con un crecimiento de sus créditos hipotecarios y de sus balances nunca visto, tenía su contrapartida en la adquisición por entidades europeas de los títulos hipotecarios emitidos por la banca española, al ser entonces completamente insuficiente los recursos minoristas con los que contaba.

Por supuesto la sostenibilidad en el tiempo de esos flujos era cuestionable y, como comentaremos en nuestro capítulo posterior, la crisis financiera internacional de 2008 no solo secó de raíz los mismos, sino que puso en duda el mismo hecho de que algunas economías de la UEM como la española pudiese formar parte del que había sido un exitoso proyecto hasta entonces. A falta de moneda propia que digiriese la situación vía devaluaciones como había ocurrido históricamente, lo que afloró tras desatarse la crisis fue una ampliación insoportable de los spreads crediticios de una economía que exhibía un endeudamiento extremo.

Pero volviendo a nuestro periodo de análisis, cabe señalar que el contexto internacional definió en los primeros años del nuevo milenio una situación complicada, producto del estallido de la burbuja puntocom el 10 de marzo del 2000. Año y medio después del *crash*, el NASDAQ, el índice más representativo de los valores que colapsaron, seguía en caída libre perdiendo un 78% desde su máximo. Todos los mercados, incluidos los crediticios, sufrieron en mayor o menor medida. También las economías, que tuvieron que lidiar con la incertidumbre generada por los atentados al World Trade Center del 11 de septiembre de 2001 y la crisis latinoamericana de 2002. En cualquier caso, los impactos fueron limitados y, sobre todo, no se alargaron en exceso en el tiempo, de modo que en 2003 el conjunto de la economía mundial recuperaba los años de bonanza que sirvieron para acompañar el excepcional comportamiento ya comentado de la economía española durante estos años.

Por supuesto, en otro orden de cosas, el proceso de internacionalización de las empresas españolas continuó. Hecho singular de estos años, entre otras cosas por el propio sector de actividad en el que opera, es la salida a bolsa de Inditex; la empresa española más exitosa de estas últimas décadas. No solo es hoy líder en capitalización de las empresas de nuestro país, sino referente mundial en su sector. Pero sin duda, en el ámbito empresarial destacó mucho más, en este periodo, el explosivo crecimiento de las empresas de construcción y de servicios vinculadas al sector inmobiliario. Téngase en cuenta que en tan solo siete años el sector de la construcción aumentó casi cuatro puntos su participación en el PIB desde el 7,5% con

el que partía en el año 2000. Otro fenómeno empresarial destacable, este en el sector financiero, es el protagonismo que el sector bancario, pero en particular el subsector de cajas de ahorros tuvo en el exigente proceso de financiación que requería el modelo de crecimiento que se había instaurado. Su mayor cercanía a los hogares y al mundo hipotecario propició una involucración, crecimiento y asunción de riesgos que, a la postre, y tras ganar cuota a la banca tradicional, se demostró fatal para su supervivencia como subsector con entidad propia.

El colapso inmobiliario español es clave para explicar el agotamiento de un modelo productivo de oferta, demanda y renta cuyo dinamismo estuvo en buena parte centrado en la actividad inmobiliaria (construcción propiamente dicha y servicios inmobiliarios y financieros asociados) y la industria auxiliar de la construcción y toda su cadena de valor, e impulsado por la disponibilidad de crédito muy accesible, tanto por su bajo coste como por su fácil disponibilidad para los promotores y los hogares.

En 2007 se cerró, en definitiva, un ciclo económico de 14 años sin parangón, con un modelo de crecimiento que ya no daba más de sí, pero que permitió alcanzar la tasa de desempleo más baja en décadas, una renta per cápita que solo pudo igualarse más de una década después y, también, una riqueza financiera (el IBEX se había multiplicado por cuatro) e inmobiliaria (el precio de la vivienda lo hizo prácticamente por tres) antes no vista, y aún por volver a ver. Aunque con el contrapunto de unas cuentas públicas saneadas, tras varios superávits continuados que acompañaron al fuerte crecimiento

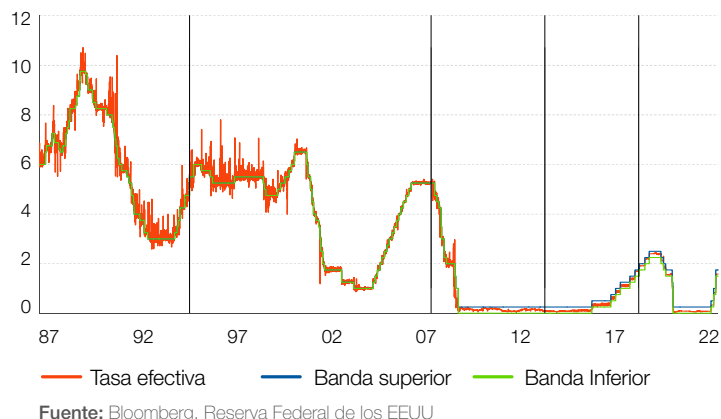
del PIB y que permitieron reducir la deuda pública hasta el 36% de dicha magnitud, el endeudamiento de empresas y familias se había situado ya, por el contrario, en niveles de vértigo (prácticamente el 200% del PIB entre ambas); niveles que se pudieron alcanzar por la “generosidad” de nuestros prestamistas.

No era fácil adivinar cuándo se romperían las costuras, pero lo cierto es que fue solo un año después, a la sombra del derrumbe de Lehman Brothers y el inicio de la gran crisis financiera internacional, cuando aquellas saltaron.

35 AÑOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES

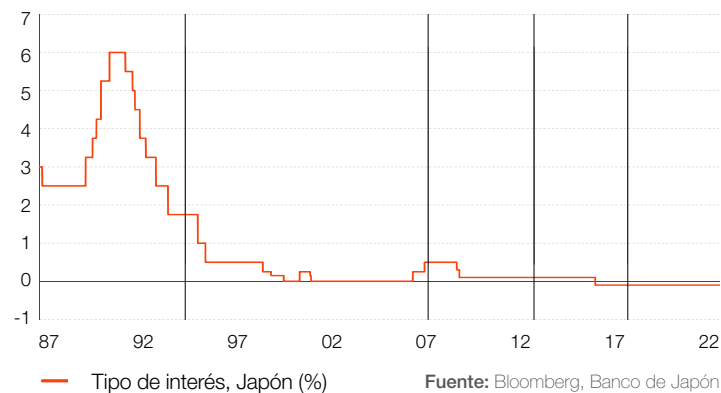
Federal Funds, tipo de intervención en **EE. UU.**
(1987-2022, %)



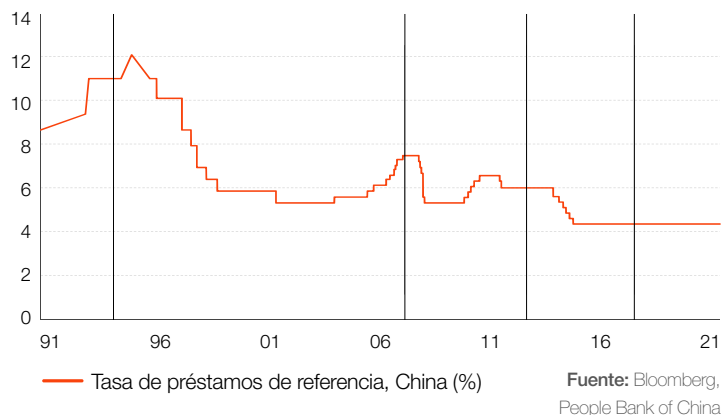
Base Rate, tipo de intervención en **Reino Unido**
(1987-2022, %)



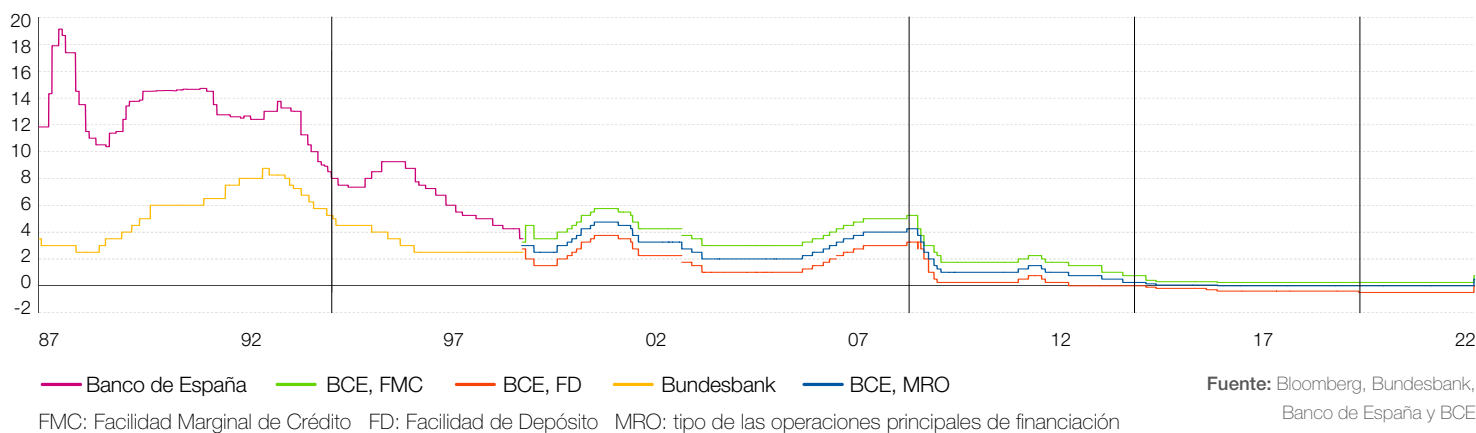
Tipo de interés de intervención en **Japón**
(1987-2022, %)



Tasa de préstamos de referencia en **China**
(1987-2022, %)



Tipos de interés de intervención, **Alemania, España y eurozona**
(1987-2022, %)



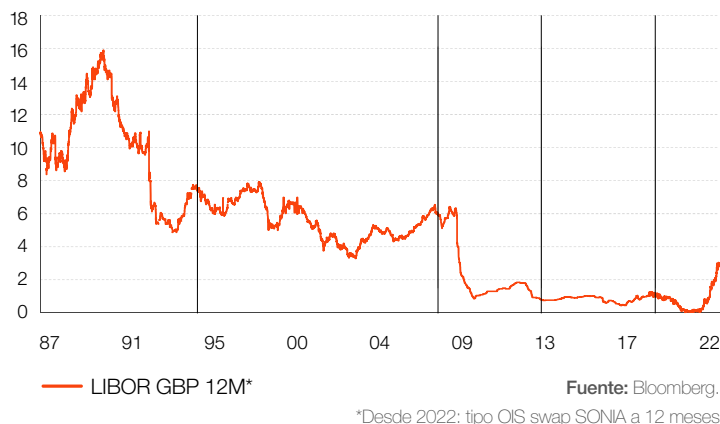
35 AÑOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

TIPOS DE INTERÉS A 1 AÑO

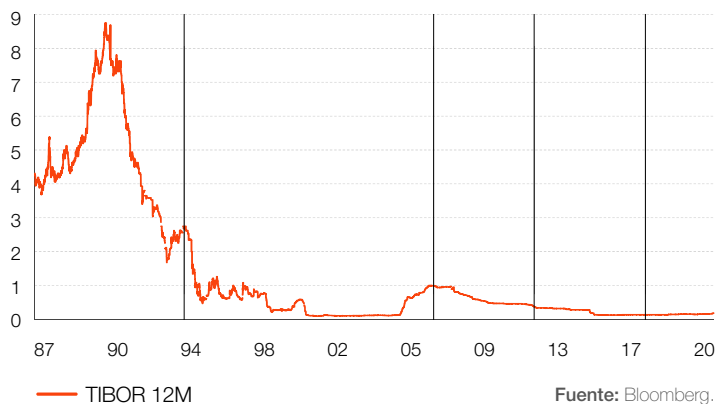
LIBOR USD 12M, **EE. UU.**
(1987-2022, %)



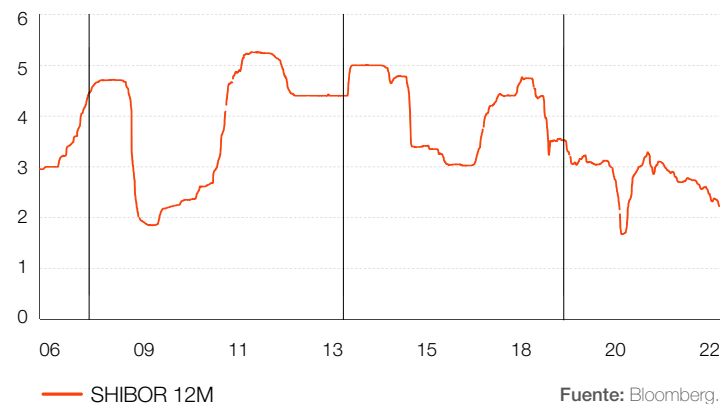
LIBOR GBP 12M*, **Reino Unido**
(1987-2022, %)



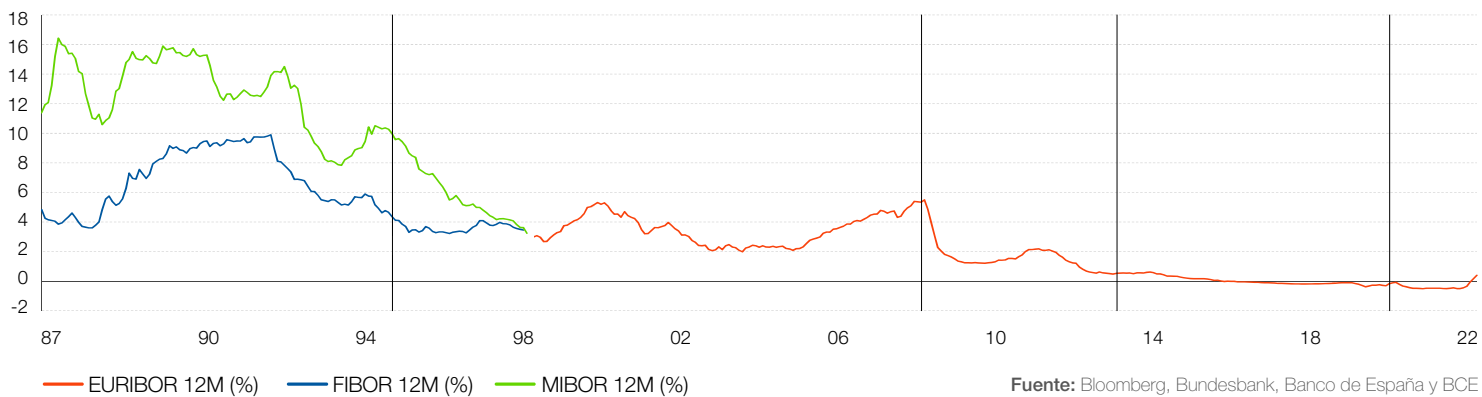
TIBOR 12M, **Japón**
(1987-2022, %)



SHIBOR 12M, **China**
(2006 -2022, %)



MIBOR 12M, **España** (1987-1999); FIBOR 12M, **Alemania** (1987-1999); EURIBOR 12M, **eurozona** (1999-2022)



35 AÑOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

TIPOS DE INTERÉS A DIEZ AÑOS

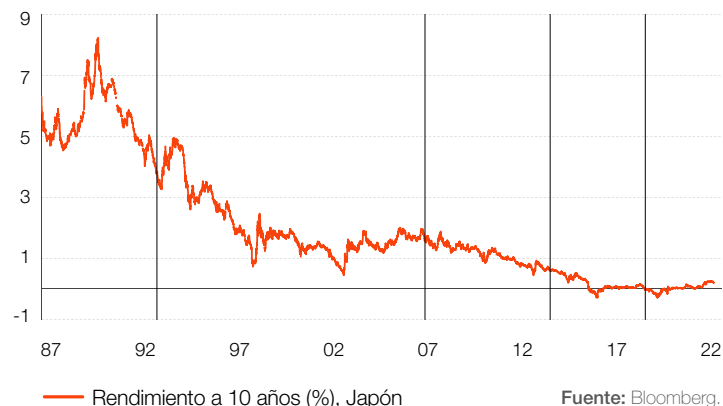
Rendimiento del bono a 10 años, **EE. UU.**
(1987-2022, %)



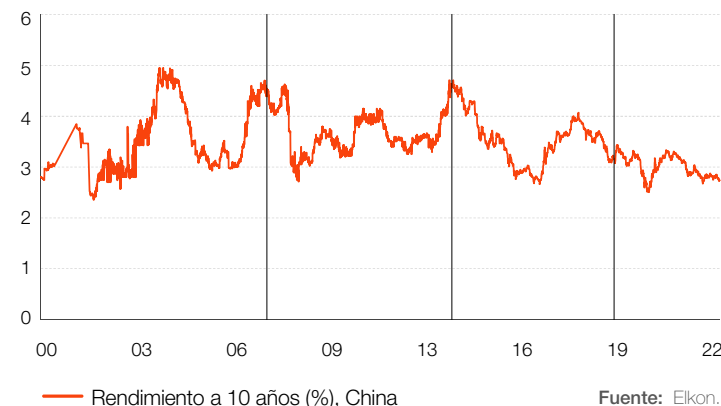
Rendimiento del bono a 10 años, **Reino Unido**
(1987-2022, %)



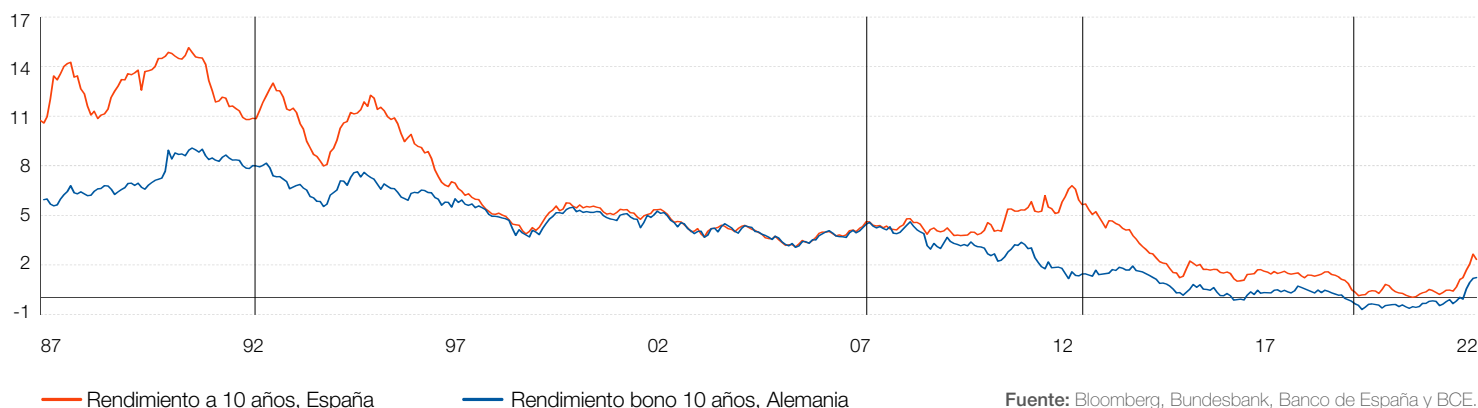
Rendimiento del bono a 10 años, **Japón**
(1987-2022, %)



Rendimiento del bono a 10 años, **China**
(2000-2022, %)



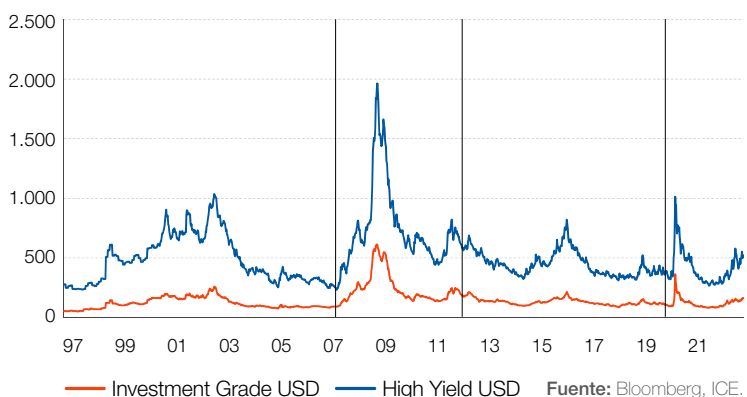
Rendimiento de los bonos de deuda pública a 10 años, **Alemania y España**
(1987-2022, %)



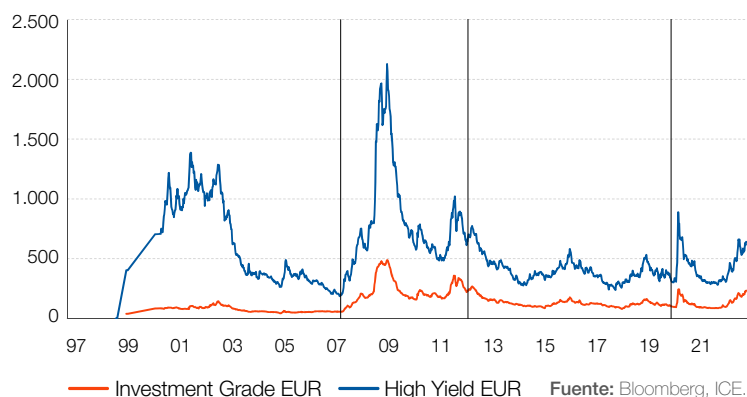
35 AÑOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

SPREADS DE CRÉDITO

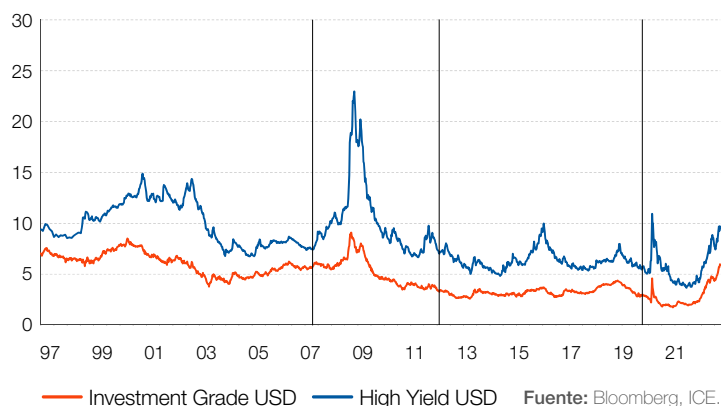
Diferencial de crédito corporativo en **EUR**, Investment Grade y High Yield (1996-2022, puntos básicos)



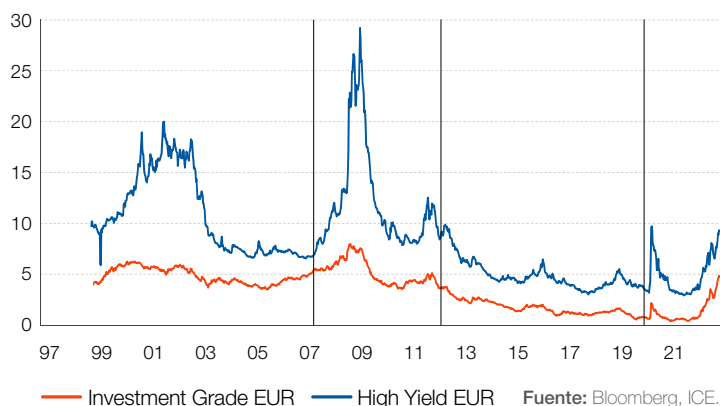
Diferencial de crédito corporativo en **USD**, Investment Grade y High Yield (1996-2022, puntos básicos)



TIR de crédito corporativo en **EUR**, Investment Grade y High Yield (1996-2022, %)



TIR de crédito corporativo en **USD**, Investment Grade y High Yield (1996-2022, %)



35 AÑOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

TIPOS DE CAMBIO

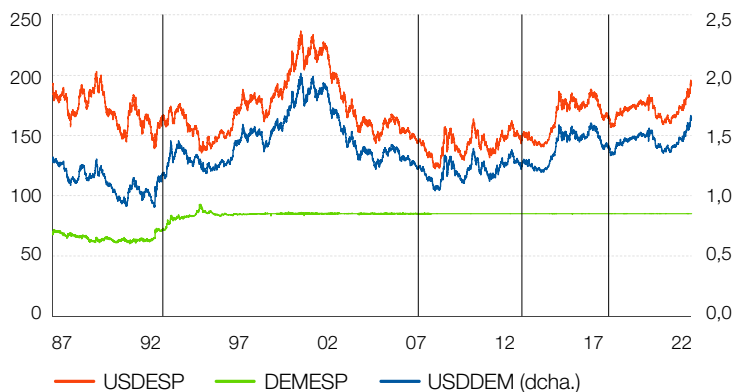
Tipo de cambio, Reino Unido frente a EE. UU. (1987-2022)



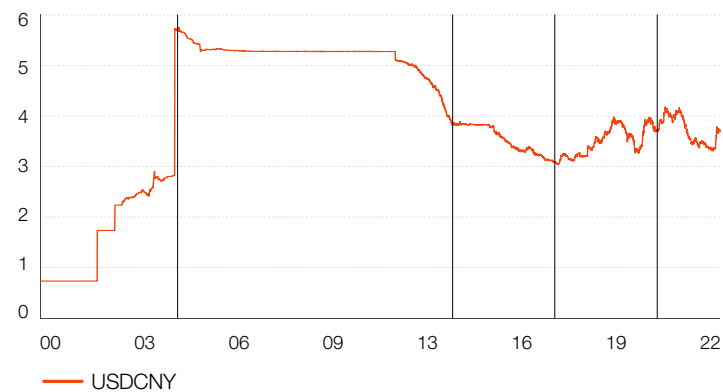
Tipo de cambio, Japón frente a EE. UU. (1987-2022)



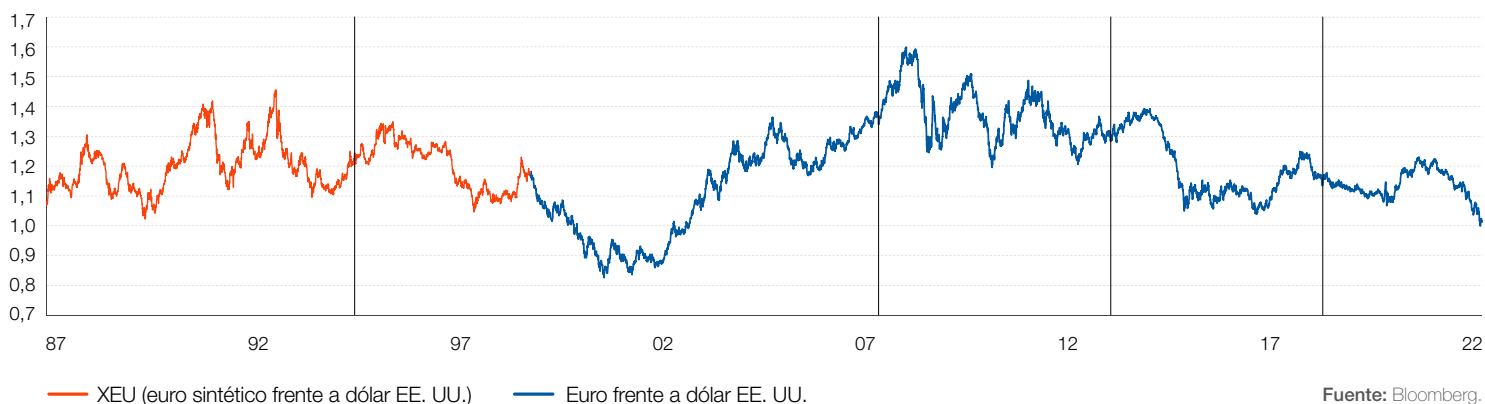
Tipo de cambio, España y Alemania frente a EE. UU. (1987-2022)



Tipo de cambio, China frente a EE. UU. (2000-2022)



Tipo de cambio, euro frente a dólar EE. UU., XEU o euro sintético hasta 1998 (1987-2022)

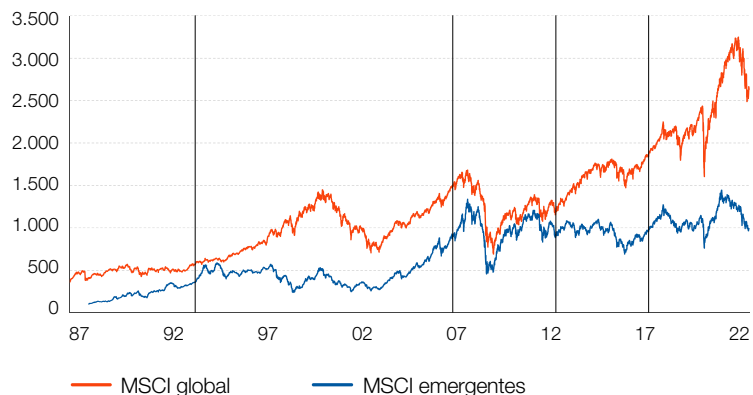


Fuente: Bloomberg.

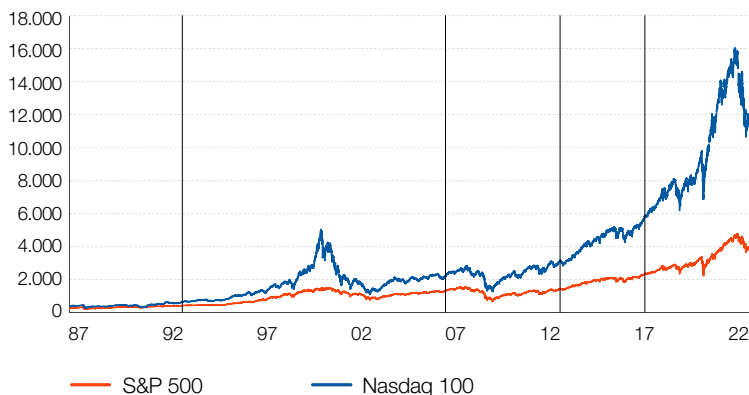
35 AÑOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

MERCADOS BURSÁTILES

Índices bursátiles **MSCI mundial frente a mercados emergentes** (1987-2022)



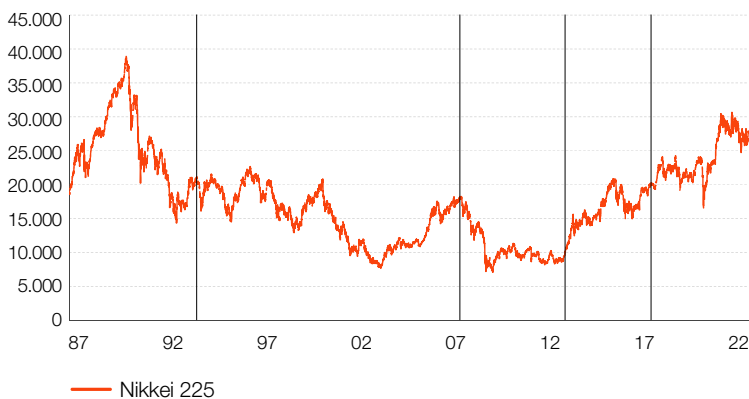
Índices bursátiles, **EE. UU.** (1987-2022)



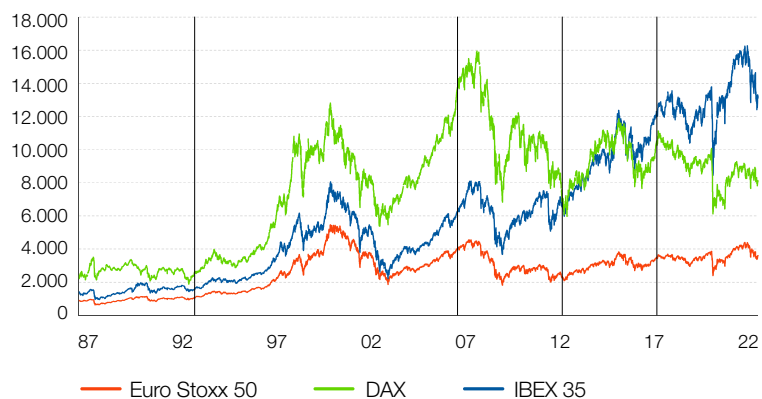
Índices bursátiles, **China** (2000-2022)



Índices bursátiles, **Japón** (1987-2022)



Índices bursátiles, **Europa** (1987-2022)



Índices bursátiles, **Reino Unido** (2000-2022)



Fuente: Bloomberg.

3. 2008-2013

LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL Y EL DERRUMBE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El año 2008 supuso el inicio de un cambio de ciclo profundo para la economía española. La idiosincrasia del que fue el mayor periodo de expansión, el vivido desde finales de la década de los noventa, explican la dimensión del deterioro que sufrieron el gasto doméstico y el mercado laboral. El desplome del mercado inmobiliario, con su consecuente impacto en los balances bancarios, y las restricciones de financiación asociadas a la crisis financiera internacional, caracterizaron la primera fase de ajuste, la comprendida entre 2008 y 2010. Posteriormente, hasta el 2013, la emergencia de tensiones en los mercados de deuda pública de la eurozona que amenazaron seriamente su supervivencia, y la adopción de medidas de consolidación fiscal agresivas, con las que reducir el déficit público generado en los primeros años de la crisis, fueron los factores que prolongaron el escenario recesivo hasta el final de este periodo.

En 2007 la economía española ya mostraba señales de agotamiento del ciclo en muchos de sus indicadores más adelantados, después de un boyante periodo de expansión. El verano de ese mismo año, se había desencadenado la crisis de las hipotecas *subprime* en los EE. UU., y los temores de una crisis financiera de alcance que entonces se manifestaron, estaban, por lo que se comprobó apenas un año después, más que justificados. En cualquier caso, la economía española no empezó a sentir la crisis en sus indicadores más representativos (ocupación y actividad) hasta bien entrado el año 2008.

El 6 de diciembre de 2005, una vez superada la recesión de los años precedentes en la eurozona,

que España sintió como una desaceleración contenida (esta asimetría es clave para entender los acontecimientos de política monetaria y desempeño real posteriores), el BCE inició una política de restricción monetaria. Le llevó a subir su tipo de referencia desde el 2,0% en que se había mantenido en los dos años y medio precedentes hasta el 4,25% en que lo situó, contra la opinión experta dominante, dado el contexto de creciente extensión de la crisis financiera, el 9 de julio de 2008. De hecho, con inusitada rapidez, solo seis días después se vio obligado a bajar hasta el 3,75%.

Esas subidas de los tipos de referencia afectaron especialmente a un mercado inmobiliario sobrecalentado, como era el español, prácticamente desde el mismo momento en que se inició. A la postre frenaron bruscamente un proceso que, a posteriori, resultó claramente identificable, y sin paliativos, como una burbuja inmobiliaria.

Cuando estalló con toda violencia la crisis financiera internacional, aproximadamente al año de declararse su inicio en los EE. UU., el sistema bancario español, apenas contaminado por los derivados financieros basados en hipotecas *subprime*, y bien provisionado para los estándares de la época, había incubado ya su propia y genuina crisis con una desproporcionada exposición a los activos inmobiliarios.

La vinculación entre el deterioro del ciclo mundial, provocado por la intensificación de las tensiones financieras en las principales economías desarrolladas a partir de la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008, y el proceso de

ajuste doméstico, fue inmediata. La propagación de la crisis de EE. UU. a la eurozona y Reino Unido y, en menor medida, a los países emergentes, exacerbó los desequilibrios propios de economías que, como la española, resultaron especialmente vulnerables a las restricciones de liquidez del sector bancario.

La economía española inició su proceso recesivo en el segundo trimestre del año 2008 y tardó siete trimestres en salir del túnel, para constatar, tras un breve periodo en el que la economía tuvo un más que modesto desempeño, que se iniciaba otra fase recesiva. La nueva recesión emergió en el tercer trimestre de 2011 y se prolongó hasta el 2013.

El colapso inmobiliario español resultó clave para explicar el agotamiento de un modelo productivo de oferta, demanda y renta cuyo dinamismo estuvo en buena parte centrado en la actividad inmobiliaria (construcción propiamente dicha y servicios inmobiliarios y financieros asociados) y la industria auxiliar de la construcción y toda su cadena de valor, e impulsado por la disponibilidad de crédito muy accesible, tanto por su bajo coste como por su fácil disponibilidad, para los promotores y los hogares.

El alza de los tipos de interés incidió críticamente sobre los niveles de deuda de hogares y empresas, que su reducido nivel previo había hecho crecer desproporcionadamente con relación a los fundamentos económicos de dichos agentes económicos. Pocos ingredientes más, en estas condiciones (y además se sumó la crisis financiera internacional), eran necesarios para precipitar una crisis de tal envergadura. Nunca antes una recesión económica había sorprendido a los agentes económicos españoles con los niveles de endeudamiento observados en 2007, si se exceptúa a las Administraciones públicas. Tales niveles de endeudamiento se constituyeron, además, a la postre, en uno de los mayores

obstáculos a un saneamiento rápido de las bases financieras y crediticias de la economía española, lo que a su vez redundó en la parálisis productiva y laboral que ponen de relieve algunas cifras.

Las más ilustrativas, las de los indicadores que describen el desarrollo del mercado laboral en dichos años. Su hundimiento, proporcionalmente mucho más acusado que el de la actividad, reveló la escasa solidez del mercado de trabajo español y la precariedad de las relaciones laborales que sustentaban la actividad productiva. En el segundo trimestre de 2007, con una tasa de paro del 7,95% podía decirse que nuestro mercado laboral estaba en “pleno empleo”. Un pleno empleo “a la española”, claro. En el segundo trimestre de 2012, cinco años más tarde, la tasa de desempleo era del 24,63%, tres veces mayor. La ocupación había descendido en casi 3 millones de efectivos (desde los 20,4 millones de 2007), de los que casi 1,5 millones procedían del sector de la construcción, 80.000 de la industria y algo más de 350.000 de los servicios; el paro había aumentado en casi 4 millones de personas (desde casi 1,8 millones); el paro de larga duración afectaba al 50% de los parados, frente a la mitad en 2007, o la tasa de paro de los jóvenes de menos de 25 años era del 50%, frente al 18,2% en 2007. No hacen falta más comentarios.

Tales cifras no son sino la manifestación del drama empresarial que aconteció durante este periodo: el censo de empresas se redujo en más de 300.000 empresas durante el mismo. La reducción del censo vino acompañada además por un importante cambio en su composición sectorial que se consolidó en los años siguientes. Decreció singularmente el peso de empresas vinculadas a construcción y promoción inmobiliaria.

Y, por el contrario, en paralelo con la creciente pujanza de las exportaciones como motor de

la recuperación económica desde la crisis, cabe destacar el extraordinario aumento posterior del número de empresas exportadoras.

La dimensión financiera de la crisis

Aunque la crisis financiera global tuviese su epicentro y sus primeras manifestaciones un año y medio antes en EE. UU., lo cierto es que la misma alcanzaba su punto álgido, y un carácter global, en el último trimestre de 2008 (crisis de Lehman Brothers), con retiradas masivas de depósitos en casi todos los sistemas bancarios, y en un contexto de claro cuestionamiento de la estabilidad financiera global. En dicho escenario, las autoridades económicas de varios países se vieron obligadas a plantear medidas de apoyo sin precedentes, por su magnitud, en la historia de las crisis bancarias.

En el marco de esa crisis bancaria internacional, cabe resaltar que las entidades españolas iban a sufrirla más tarde que en el resto de los sistemas bancarios. Mientras que en la mayoría de los países las entidades registraban sus deterioros de activos entre 2008 y 2009; en el caso español, las consecuencias más adversas no comenzaron a manifestarse hasta bien entrado 2010.

La diferencia fundamental en dicho perfil temporal hay que atribuirla a los distintos vehículos de inversión objeto de deterioro y al diferente ritmo de emergencia de pérdidas en unos y otros. En la mayoría de los países europeos, así como en EE. UU., la exposición de los bancos a los mercados inmobiliarios e hipotecarios se concretaba en títulos valores –titulizaciones, sobre todo- que cotizaban en mercados y, por tanto, contaban con una valoración en tiempo real, por lo que su saneamiento con cargo a pérdidas era inmediato. En el caso español, por el contrario, la exposición al sector inmobiliario tomaba la forma

de préstamos, cuyo saneamiento quedaba a merced de unos calendarios definidos por las circulares contables que, a juzgar por la posterior evolución del deterioro bancario, quedaron claramente desfasadas. En todo caso, y sin menoscabo de esa diferente naturaleza (bonos versus préstamos) de los activos dañados, lo cierto es que esa tardanza en la afloración de la crisis en las entidades financieras españolas fue sistemáticamente cuestionada en los foros financieros internacionales.

En este sentido, hay que recalcar que la economía española venía siendo percibida desde los primeros síntomas de la crisis como una de las más vulnerables a la misma. Y ello por dos características del modelo de crecimiento español íntimamente relacionados entre sí ya mencionadas anteriormente. Por un lado, la intensidad relativa del sector de la construcción residencial y de la promoción inmobiliaria, con un peso sobre el PIB y el empleo que prácticamente duplicaba al registrado en el promedio europeo. Por otro, y como consecuencia lógica de ese sesgo del patrón de crecimiento hacia un sector altamente consumidor de recursos financieros, en un contexto de fuerte desequilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la economía española mantenía una dependencia muy grande de la financiación exterior. Esta era canalizada de forma significativa por nuestro sistema financiero, a través de unas fuentes de financiación exterior, que fueron fácilmente accesibles desde el nacimiento de la Unión Monetaria.

Ambas características impulsaron y facilitaron un importante crecimiento del crédito, especialmente el vinculado a actividades inmobiliarias, muy superior al de otros países europeos. Ese excesivo crecimiento, en gran medida financiado con apelación al ahorro externo, iba a traducirse en vulnerabilidad financiera cuando los primeros síntomas de la crisis provocaron un colapso de

los mercados financieros internacionales. A ese colapso, e incapacidad de seguir apelando, o incluso de renovar los vencimientos que tenían lugar, el sistema bancario español se enfrentaba con un enorme desequilibrio entre créditos concedidos y depósitos, acentuando esa vulnerabilidad.

La pérdida de confianza en el sistema bancario español tiene lugar en un momento en el que la banca se había erigido en el principal –de hecho, casi en el único– comprador de las emisiones de deuda pública española, lo que incorporaba un peligroso factor de aceleración en el círculo vicioso entre riesgos bancarios y soberanos que agravaría la crisis en las economías consideradas periféricas de la eurozona. La consecuencia fue extraordinariamente negativa sobre la capacidad de apelación a los mercados internacionales para conseguir la renovación de vencimientos. La prima de riesgo española registraba fuertes incrementos. Por supuesto, la correspondiente al Tesoro, pero también la referida a los mayores bancos del sistema (únicos para los que existía un activo mercado secundario). Ambas, las primas de riesgo bancario y soberano estaban estrechamente correlacionadas. Esa intensa asociación fue, sin duda, el principal exponente del mecanismo retroalimentador entre los dos tipos de riesgos. Pero más preocupante incluso que esa ampliación de las primas de riesgo en el mercado secundario, fue el colapso que se produjo en el mercado primario de emisiones, poniendo en extremo riesgo la posibilidad de hacer frente a los elevados vencimientos de deuda, tanto por parte del Tesoro como de las entidades financieras.

Del rescate bancario español a la Unión Bancaria Europea

La vulnerabilidad, que inicialmente fue percibida en términos de liquidez, terminó afectando a la

solventia. Se manifestó de forma especial en las entidades bancarias más expuestas al sector de promoción y construcción. Su tasa de morosidad creció hasta niveles cercanos al 40% en los momentos más crudos de la crisis, provocando en algunas entidades un inasumible déficit de recursos propios. El desenlace fue la solicitud de un programa de asistencia financiera, aprobada por el Eurogrupo a finales de junio de 2012, por un importe máximo de 100.000 millones de euros, de los que se dispusieron 42.000 millones.

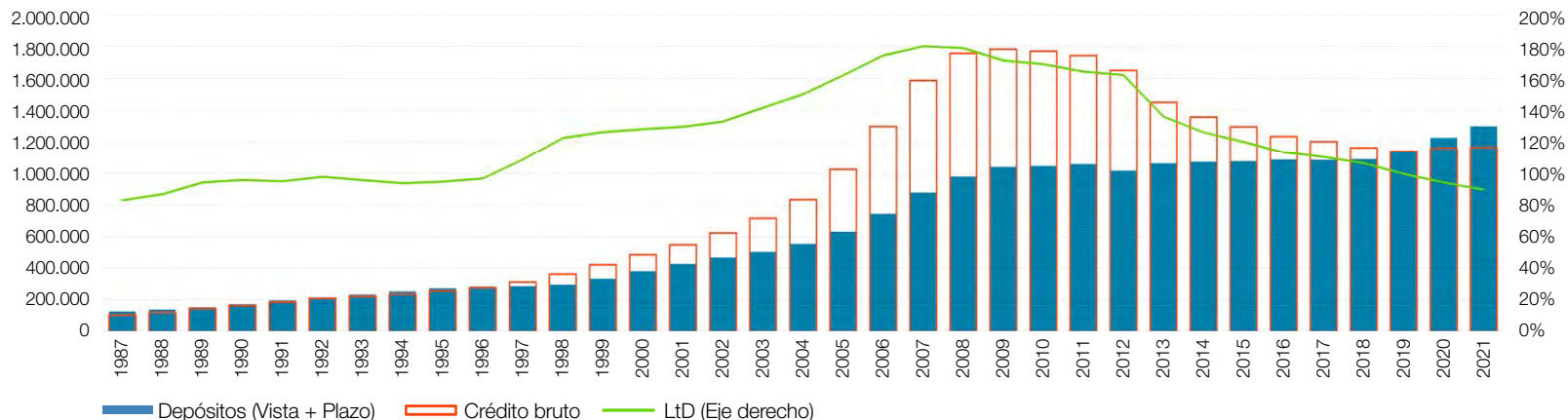
Lo cierto es que el rescate bancario español fue uno de los principales aceleradores de la efectiva implantación de la Unión Bancaria. Concretamente, el hecho de que la capitalización de la banca se llevase a cabo a través del FROB, en lugar de hacerse directamente desde el MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad).

La recapitalización a través del organismo creado al efecto, el Fondo de Reestructuración y Ordenación Bancaria (FROB) mantenía en la práctica el vínculo entre riesgos bancarios y soberanos, pues, en última instancia era el FROB (y por tanto el sector público español) quien asumía el compromiso de devolución ante Europa, con independencia de la evolución del valor de las entidades de las que suscribió el capital. Si el origen del problema era la mencionada circularidad, o bucle diabólico, entre riesgos bancarios y soberanos, la forma más efectiva para romper dicho vínculo habría sido utilizar una recapitalización directa a los bancos desde Europa, sin pasar por el sector público español como garante de los riesgos bancarios. Sin embargo, la posición europea al respecto mantuvo en todo momento que ello solo sería posible en el marco de una Unión Bancaria plenamente operativa, o al menos bajo una supervisión bancaria única, algo que solo vería después años después.

35 AÑOS DE BANCA EN ESPAÑA

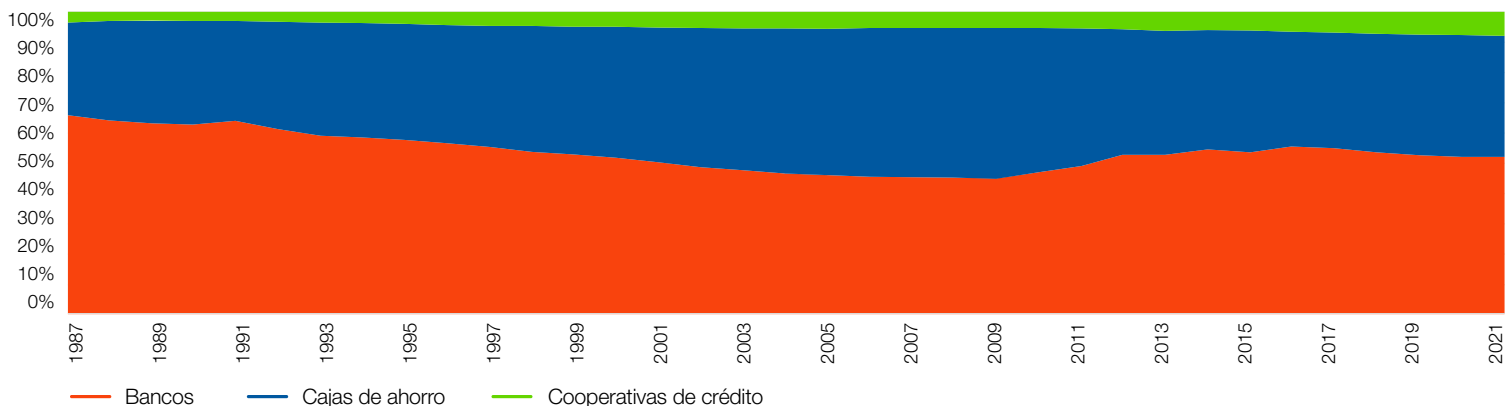
NEGOCIO BANCARIO

Crédito y depósitos (miles de euros)



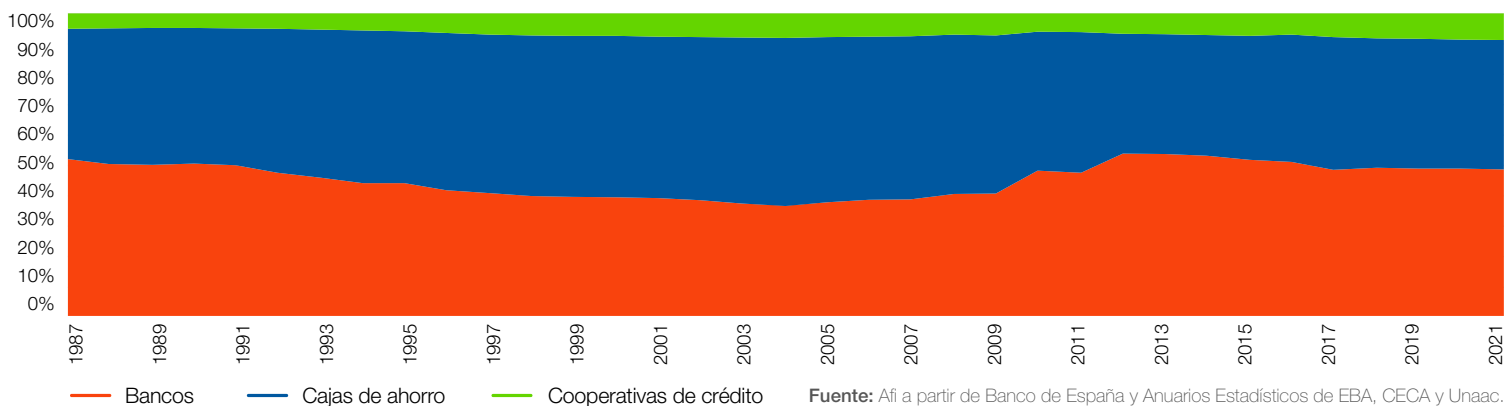
Crédito - Cuota de mercado*

(*) Antiguas cajas de ahorro englobadas en CECA.



Depósitos - Cuota de mercado*

(*) Antiguas cajas de ahorro englobadas en CECA.

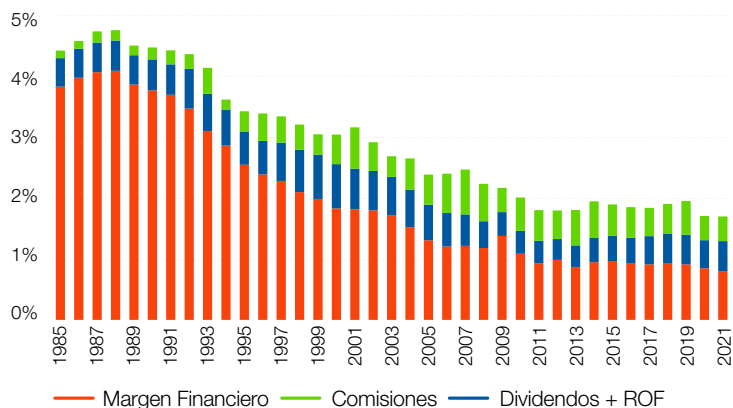


Fuente: Afi a partir de Banco de España y Anuarios Estadísticos de EBA, CECA y Unaac.

35 AÑOS DE BANCA EN ESPAÑA

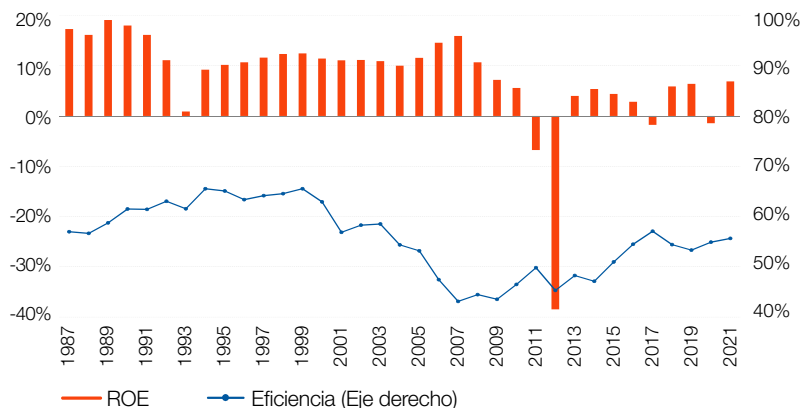
CUENTA DE RESULTADOS

Descomposición del **margen bruto** (% sobre ATM)

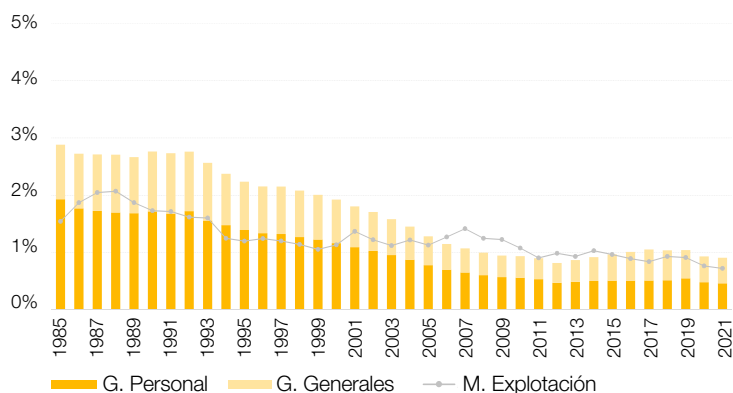


INDICADORES

ROE y eficiencia

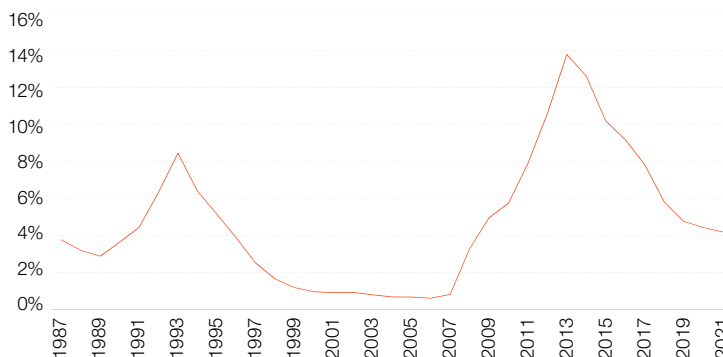


Descomposición de **gastos y margen de explotación*** (% sobre ATM)

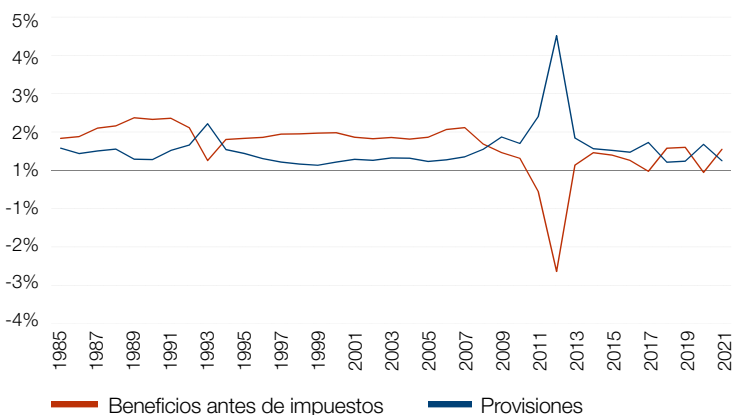


(*) Margen de explotación: Margen bruto menos gastos de explotación.

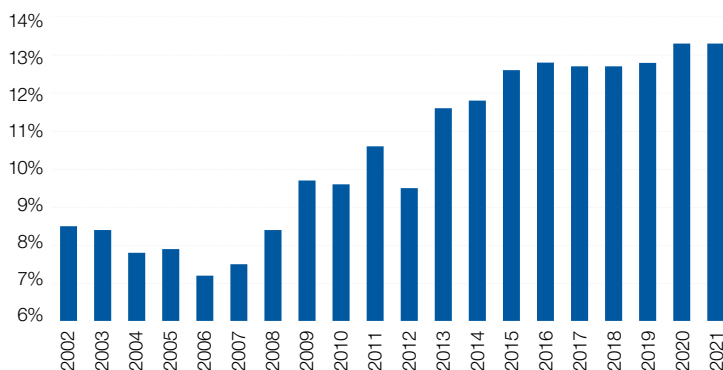
Tasa de morosidad



Beneficio antes de impuestos y provisiones (% sobre ATM)



Solvencia (CET1)



Fuente: Añi a partir de Banco de España e Informe de Estabilidad Financiera (BdE).

4. 2014-2019

REINICIO TRAS LA DEBACLE: A LA BÚSQUEDA DE UN CÍRCULO VIRTUOSO

La incorporación a la UEM no moderó, como se ha visto en los capítulos anteriores, la amplitud de las fluctuaciones cíclicas de la economía española. Tras una primera etapa de intensa expansión, la doble recesión de 2008-2013 dejó un legado de elevado desempleo, finanzas públicas maltrechas y exceso de capacidad en el sector inmobiliario residencial. La desaparición de la incertidumbre sobre el futuro de la eurozona permitió iniciar una nueva fase expansiva en 2014, marcada por tasas de crecimiento del PIB y del empleo entre el 2,5% y el 3%, durante la cual se redujo con rapidez la tasa de desempleo y se recuperó el nivel de renta previo a la crisis. Las reformas domésticas, particularmente del sector financiero, y el reajuste estructural en la economía y los balances de empresas, hogares y bancos mejoraron notablemente la calidad del patrón de crecimiento y su sostenibilidad. No obstante, la posibilidad de alcanzar niveles de utilización del empleo similares a los de otras economías y volver a avanzar en convergencia real siguió enfrentándose a la persistencia de la baja productividad y a deficiencias en aspectos institucionales como los ligados al mercado de trabajo.

Recuperación y avance en el cierre de los desequilibrios tras la crisis

En efecto, la recuperación de la economía española desde 2014 fue vigorosa y sostenida. La tasa media de crecimiento de los seis años que transcurren hasta la interrupción que supuso

la emergencia de la COVID-19 se situó en el 2,6%, lo que no solo permitió recuperar ya en 2017 el nivel de PIB previo a la crisis, sino reducir con rapidez la tasa de paro en doce puntos desde el pico del 25,7% alcanzado en 2013. En términos de convergencia real con el área euro, medida por el PIB per cápita, la fortaleza de la recuperación permitió que se volviese a registrar un progreso significativo tomando como referencia el inicio de la unión monetaria.

Este rebote de la actividad y el empleo, una vez disipada la incertidumbre, estabilizadas las expectativas y restablecido el acceso al crédito que la crisis previa había obstruido, puede entenderse como una recuperación de carácter cíclico. El impulso inicial de la demanda externa, el impulso de la inversión en bienes de equipo y su efecto sobre el empleo volvieron en 2014 a reactivar el vínculo empleo-consumo-PIB, cuya intensidad caracteriza el ciclo español desde hace décadas. Lo interesante es que, además, en este periodo, cambió y mejoró la calidad del patrón de crecimiento de la economía española, lo que puede fundamentarse en tres factores que en buena medida están interrelacionados.

El primero es el sector exterior. Históricamente, las fases de dinamismo de la actividad en España habían generado un déficit creciente en la cuenta corriente. En cierta medida, esta tendencia al exceso de la inversión sobre el ahorro no era descabellada en una economía en rápido desarrollo. Sin embargo, en el caso español, la propensión al déficit exterior, con

un saldo deficitario en la balanza de bienes que no podía ser compensado por el superávit en la balanza de servicios, dejaba entrever las limitaciones de la oferta en términos de calidad, diversificación y capacidad de competir en los mercados internacionales.

Pues bien, desde 2014 a 2019, la economía española consiguió conciliar una tasa de crecimiento elevada con el mantenimiento de un superávit por cuenta corriente que, una vez añadida la cuenta de capital, permitió mantener capacidad de financiación respecto al resto del mundo. Es cierto que, a medida que el ciclo fue madurando, y que el entorno exterior y el comercio mundial iban empeorando, la magnitud del superávit fue menguando, acercándose al equilibrio. Pero claramente estamos hablando de una situación nítidamente distinta a la del ciclo anterior, que no solo cabe atribuir a factores de ajuste coyuntural relacionados con los precios y salarios relativos que realmente también se produjeron durante la crisis, sino que parece tratarse de un reflejo de una tendencia hacia la excelencia exportadora de medio y largo plazo. Las empresas españolas habían conseguido adaptar sus productos y servicios a las exigencias y demandas de los mercados globales, consiguiendo diferenciarse y alcanzar una relación entre calidad y precio más satisfactoria. Ello se ponía de manifiesto en el fuerte aumento de las exportaciones de bienes y servicios con relación al PIB por encima de países como Francia, Italia y Reino Unido, la gran ampliación de la base de empresas exportadoras, o el mantenimiento de la cuota de mercado en las exportaciones mundiales de bienes cuando la mayoría de los países desarrollados han visto caer las suyas debido a la irrupción de China y otras economías emergentes industrializadas.

El segundo factor de mejora en el patrón de crecimiento fue la mayor eficiencia en el proceso de inversión. Durante la recuperación, la tasa de inversión fue menor con relación a un crecimiento del PIB elevado, mostrando una mejora en productividad del capital que tiene que ver con el menor peso de la inversión en construcción. En el plano financiero, este cambio se reflejó también en el fuerte descenso del apalancamiento del sector privado. España pasó de ser la economía de la eurozona con mayor endeudamiento de hogares y empresas, a situarse, a finales de 2019, por debajo de la media de la eurozona.

El tercer factor de mejora en el patrón de crecimiento fue la profunda reforma y reestructuración que se produjo en el sistema bancario español. Aunque la crisis financiera acabó convirtiéndose en una crisis bancaria en la mayoría de los países desarrollados, es difícil encontrar un país en el que los cambios hayan sido tan intensos y de tanta trascendencia como en España. Se redujo de forma notable la capacidad para ajustarla a una demanda más moderada de crédito y de servicios financieros; se redujo de manera drástica el número de entidades; se cambió la naturaleza jurídica de las cajas de ahorros que sobrevivieron a la crisis; y se sanearon los balances con reducción de los activos dudosos e inyecciones de capital. La intervención y la posterior adquisición del Banco Popular por el Banco de Santander en 2017, como último eslabón de un desgraciado proceso de contracción y rescate del sector bancario, que inicialmente había recaído fundamentalmente sobre el subsector de cajas de ahorros, cerraba la crisis bancaria que se había iniciado años antes con el derrumbe de la economía y el estrangulamiento de su financiación exterior. A finales de 2019, la banca española, aunque

definiendo niveles de rentabilidad reducidos como el resto de la banca europea, gozaba de nuevo de buenas condiciones para facilitar un proceso de inversión de mayor calidad y más exigente con el riesgo y con la rentabilidad.

En el nuevo contexto de bonanza económica de estos años poscrisis, tras un periodo fértil de ajustes fiscales, reformas de calado y gran actividad normativa, el déficit público siguió reduciéndose, lo que permitió a España salir finalmente del procedimiento de déficit excesivo al final de este periodo, si bien existía un alto grado de consenso sobre la presencia aún entonces de un notable déficit estructural.

Por otra parte, el dinamismo en términos de creación de empleo de la economía española sorprendió de forma muy positiva desde el inicio de la recuperación económica en 2014. La economía fue capaz de crear dos millones y medio de puestos de trabajo en este periodo de seis años, prácticamente todo el empleo destruido durante la crisis financiera. Además, el número de desempleados se redujo hasta casi a la mitad, después de haber superado los seis millones en 2013.

En suma, con la recuperación de 2014-2019 emergió un perfil de la economía española más virtuoso, que permitía apreciar tanto los progresos estructurales de las décadas anteriores como los problemas y desafíos pendientes. Afortunadamente empezó a quedar claro que, más allá del abultado exceso de asignación de recursos al sector inmobiliario y sus costes en forma de inestabilidad, paro y crisis bancaria, la economía española se había diversificado y se había integrado mejor en las economías europea y global, en gran medida gracias al entorno abierto y competitivo del

mercado interior. Añadido el reajuste estructural y las reformas adoptadas, tanto en el sistema bancario como en el mercado de trabajo y en otros ámbitos, el bagaje de este nuevo ciclo era mucho más favorable.

Brexit, China y el *America First* de Donald Trump

En el contexto internacional, varios acontecimientos de calado, con su correspondiente impacto económico y financiero, alteraron el statu quo geopolítico internacional que podría esperarse tras la digestión de la crisis financiera de 2008. Entre ellos, sobresalen el Brexit, la presidencia de Donald Trump y el creciente protagonismo de China, los cuales incorporaron en el periodo analizado notables dosis de incertidumbre.

El Brexit supuso el abandono de Reino Unido de la UE tras el inesperado resultado del referéndum del 23 de junio de 2016. Se inició entonces el proceso formal correspondiente por el que finalmente, tras la aprobación del Acuerdo de Retirada el 1 de febrero de 2020, dejó de formar parte automáticamente de la UE, si bien gozó realmente de un periodo transitorio hasta el 31 de diciembre del mismo año. Ni que decir tiene que el mencionado proceso tensó las relaciones británicas con sus socios europeos e introdujo volatilidad e incertidumbre en los mercados, particularmente por los temores que suscitaron en una primera etapa el efecto contagio sobre otros países de la Unión y, posteriormente, las dudas que emergieron sobre la finalización del proceso de salida de un país tan relevante de una manera ordenada. Afortunadamente, la unidad y la firmeza exhibida por los países de la UE durante todo el periodo de negociación

terminó por normalizar un proceso cuyos efectos finales a medio plazo, particularmente en el ámbito macroeconómico, y singularmente en el Reino Unido, están aún por ver.

Si el Brexit fue trascendente fundamentalmente en el contexto europeo, el giro radical de la política económica y exterior estadounidense que supuso el ascenso de Donald Trump en enero de 2017 a la presidencia de aquel país, lo fue a escala mundial. Además del endurecimiento de la política de inmigración, la denominada agenda *America First* se tradujo en un cuestionamiento del marco multilateral de comercio internacional vigente hasta entonces, iniciando además una dura guerra comercial, fundamentalmente, con China, México y Canadá. No menos relevante fue su decisión de retirar a EE. UU. del Acuerdo de París sobre el cambio climático. Por otra parte, una política económica de corte expansivo, que incorporó un sustancial recorte fiscal a empresas y familias, se tradujo en un deterioro de las finanzas públicas, pero también contribuyó a un fuerte crecimiento económico durante este periodo, que se unía al de los años previos. Ello permitió llevar la tasa de desempleo, desde un nivel ya bajo del 4,7% a la finalización de la administración Obama, hasta su nivel más bajo en 50 años, el 3,5%, a finales de 2019. En este contexto, los mercados bursátiles, y particularmente los valores tecnológicos, definieron subidas vertiginosas, que incluso se acrecentarían posteriormente.

El contrapunto de este periodo expansivo fue la aceleración, por parte de la Reserva Federal, de la retirada de los estímulos monetarios con la que había respondido a la crisis financiera internacional que se inició en 2008. Aunque esa retirada de estímulos había comenzado ya en 2016, incluyendo una primera subida

de los tipos de referencia hasta el 0,25%-0,50%, a partir de 2017 se sucedieron varias adicionales que hicieron escalar dichos tipos de referencia hasta el 2,25%-2,50%, sin que, por otra parte, los tipos a largo plazo respondieran con subidas explosivas. Este giro de la política monetaria estadounidense contrastaba con la orientación que marcó entonces el BCE: los estímulos monetarios, incluyendo la política no convencional, no solo se preservaron, sino que se acrecentaron durante este periodo. Los tipos cero y negativos se adueñaron del escenario europeo. La mayor rigidez de la economía europea, los peligros de ruptura de la UEM durante la crisis de 2008, y la propia incertidumbre que introdujo posteriormente el Brexit, alargó en el tiempo, frente a la experiencia estadounidense, la necesidad de instrumentación de una política monetaria relajada.

Finalmente, China siguió marcando un protagonismo evidente en el plano internacional, y aun cuando desaceleró su crecimiento en el contexto de la guerra comercial frente a EE. UU. (y no solo), lo hizo levemente definiendo una tasa media de crecimiento anual durante estos años cercana al 7%. De hecho, continuó siendo el principal país propulsor de un crecimiento económico mundial, que llevaba ya dos décadas habiendo girado definitivamente al Este.

5. 2020-2022

EL IMPACTO DE UNA INESPERADA PANDEMIA Y DE UNA GUERRA

A finales del 2019, cuando la amenaza de la pandemia no era ni siquiera un escenario hipotético, la economía mundial definía una desaceleración sincronizada y crecía a un ritmo cercano al 3%, el más lento desde la gran crisis financiera internacional de 2008. La desaceleración era consecuencia fundamentalmente de la aguda incertidumbre en torno al comercio internacional y de la situación geopolítica (guerra comercial EE. UU.-China, Brexit...), factores idiosincráticos que habían comenzado a generar tensiones macroeconómicas y una pérdida de pulsación en trimestres anteriores. Estos se sumaban a factores más estructurales ligados a procesos larvados de más lenta afluencia, como el escaso aumento de la productividad y el envejecimiento de la población en las economías avanzadas. En este contexto las políticas monetarias volvían a adoptar un tono mucho más acomodaticio, prolongándose una vez más en el tiempo las perspectivas no solo de tipos de interés nominales muy bajos, sino también de tipos reales negativos.

Aun cuando el tono distaba de asimilarse al crecimiento más robusto y sostenido que en años anteriores había definido la economía mundial, los principales organismos internacionales auguraban para 2020 un leve incremento de la tasa de crecimiento mundial hasta el 3,4%, nivel todavía inferior al medio desde la anterior crisis. Sea como fuere, en general, no estaba en

cuestión ni mucho menos el mantenimiento de altos niveles relativos de empleo en los países desarrollados; de hecho, de práctico pleno empleo en países como EE. UU. o Alemania. Bien es cierto que las bajas tasas de inflación dominantes en ese contexto de débil pulsación económica debían orientar políticas monetarias más laxas con el fin de anclar las expectativas futuras en niveles más elevados. En ese afán estaban conjurados los principales bancos centrales, dado que los riesgos eran mayormente a la baja sobre el escenario central que entonces se dibujaba para el 2020. Pero lo que nunca estuvo en el horizonte de las proyecciones de los gobiernos y principales organismos internacionales fue la súbita emergencia de una situación, cuya naturaleza (una pandemia) e intensidad trastocarían de raíz el futuro próximo entonces imaginado, no solo para el propio ejercicio 2020, sino para los años siguientes.

La pandemia congela la actividad económica

Además de un daño irreparable en vidas humanas, la pandemia provocó una discontinuidad en la actividad económica que se saldó con fuertes descensos del PIB y del empleo. La economía global se enfrentó a un choque negativo inédito que afectó con gran intensidad (mayor que la de la gran crisis financiera de 2008) tanto a la oferta como

a la demanda agregada, y que se extendió de manera secuencial desde el origen en China (a la postre el país menos impactado) a prácticamente todos los países. Si la intensidad del choque negativo superó con creces el de la gran crisis financiera de 2008, no es menos cierto que la propia naturaleza de la crisis (pandémica) y sobre todo la respuesta inicial a la misma de gobiernos e instituciones, en las antípodas de la que se dio entonces, propició un restablecimiento mucho más rápido de las condiciones inerciales de crecimiento.

De hecho, a principios de 2022, apenas dos años después del inicio de la crisis, buena parte de los países más relevantes habían recuperado ya los niveles de actividad prepandemia. Ciertamente era que los cuellos de botella originados por este rápido proceso de recuperación y el lastre operativo de la propia pandemia, no completamente controlada en todas las geografías, comenzaba ya a incidir seriamente en el alza de los precios, después de los muchos años en los que la inflación era un problema para los bancos centrales, pero por sus extraordinariamente bajos niveles.

En el caso español, el círculo virtuoso que nuestra economía consiguió armar en el quinquenio 2014-19 se daba de bruces al inicio de 2020 con la emergencia sanitaria de la COVID-19, y la crisis sin precedentes causada por las medidas de confinamiento tomadas para frenar su propagación. La mayor afectación de la economía española que a las de nuestro entorno más cercano, trae causa fundamentalmente de su especialización productiva, con un peso excesivo de actividades con reducida

productividad e intensidad tecnológica (turismo, hostelería, etc.). Pero también evidencia algunas de sus carencias estructurales, como un censo empresarial dominado por microempresas, más sensibles a shocks externos y menos preparadas para la transformación digital (teletrabajo, comercio electrónico, provisión de servicios por canales digitales, etc.), algo que se demostró como esencial.

Esa mayor vulnerabilidad española ante la crisis se solapó además con unas finanzas públicas cuyo margen de maniobra era muy limitado, tanto por la definición de un déficit público elevado como por un excesivo *stock* de deuda pública de partida. La sensibilidad de los ingresos y gastos al desplome de la actividad económica situaba ambos desequilibrios entre los más elevados de la región. De este modo, la capacidad para adoptar medidas de apoyo distaba de la de aquellos países con una mejor posición fiscal de partida y, sobre todo, incorporaba el riesgo de una mayor amplificación de los efectos de episodios adversos en los mercados financieros.

Esos episodios tardaron poco en hacer aparición, con un fuerte incremento de las primas de riesgo en los países periféricos de Europa, entre ellos España, que solo se corrigieron cuando el Banco Central Europeo, esta vez de manera muy ágil, puso en marcha todo su arsenal de provisión de liquidez, relajaciones regulatorias y, sobre todo, mediante compras de deuda (el denominado PEPP, *Pandemic Emergency Purchase Program*) con políticas flexibles a la hora de distribuirlas entre países.

Pero mucho más allá que esas actuaciones del BCE, el gran avance europeo frente a la pandemia fue el acuerdo alcanzado por el Consejo Europeo el 21 de julio sobre la propuesta de la Comisión Europea de un paquete para la recuperación económica bautizado como Next Generation EU (NGEU), que suponía un hito en la construcción de una unión fiscal y creaba una oportunidad con pocos precedentes en la historia reciente, tanto de España como de la UE.

Si la crisis financiera global de 2008-09 tuvo en la eurozona una prolongación que amenazó su propia supervivencia, al tiempo que agudizaba las divergencias estructurales en su seno, la pandemia de COVID-19 vino a golpear a la UE coincidiendo con el Brexit, y sin que la fase de recuperación 2013-19 hubiera conseguido corregir suficientemente el rumbo hacia un crecimiento inclusivo y uniforme. Mientras en la crisis anterior la respuesta europea fue insuficiente e inapropiada, agravando su duración y profundidad, puede decirse que, en esta ocasión, el diagnóstico fue acertado y el instrumento, en su diseño, estuvo a la altura del desafío.

El NGEU constituye un presupuesto europeo excepcional y temporal, que pretende captar en los mercados hasta 750.000 millones de euros con la emisión de deuda conjunta emitida por la Comisión Europea en nombre de la UE, para destinarlo a un programa de inversión y reformas que combine dos objetivos:

- La recuperación económica tras la pandemia, después de un descenso del PIB provocado por la misma que es el más intenso en tiempos de paz, y con notables divergencias por países, siendo España uno de los países con peores registros en este sentido.
- La transformación de la economía europea. Así, las directrices del NGEU apuntan a la necesidad de reformar y cambiar aspectos y sectores básicos del funcionamiento de las economías para i) reforzar las áreas cuya debilidad ha quedado patente, ii) acelerar la transición energética y la lucha contra el cambio climático y iii) desplegar las potencialidades de las tecnologías digitales.

De acuerdo con estas directrices, en el caso español, el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia se articuló en torno a cuatro ejes transversales (transición ecológica, transformación digital, cohesión social y territorial e igualdad de género) y diez políticas palancas de reforma estructural. España podría recibir hasta 140.000 millones de euros, repartidos casi al 50% entre transferencias y préstamos, (11% del PIB).

Lo que realmente se juega España en este envite no es solo la recuperación, sino la capacidad de crecimiento inclusivo y sostenible a medio y largo plazo, en un horizonte marcado por el envejecimiento poblacional y por las consecuencias del cambio climático. También la reducción de vulnerabilidades como las exhibidas en la crisis financiera, en la crisis pandémica, o en la que ha emergido con toda su crudeza en

los primeros meses de 2022 tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia.

El brusco despertar de la inflación tras el inicio de una guerra

Esta última, tras la escalada de sanciones por parte de Occidente, y la respuesta rusa empleando sus armas económicas más preciadas (gas, petróleo y otras materias primas), amenaza con provocar un auténtico terremoto en la economía global, al poner encima de la mesa un factor adicional que teníamos casi olvidado en las últimas décadas: la posibilidad de que tome cuerpo una inflación descontrolada, ante la que los bancos centrales afrontan un dilema sin precedentes.

Ese despertar de la inflación tuvo su germen en los desequilibrios entre oferta y demanda en el proceso de superación de la pandemia: una demanda desbocada, alimentada por la liquidez suministrada durante la crisis, frente a una oferta constreñida por los “cuellos de botella” que se derivaron de las diferentes fases de confinamiento y parón de actividad, no siempre de forma sincronizada entre los diferentes países, lo que agudizó los problemas en las “cadenas de valor”.

Ya al final de verano de 2021, los principales bancos centrales comenzaron a mostrar una creciente preocupación por los posibles riesgos de que una persistencia de los elevados registros de inflación comenzara a afectar al proceso de formación de precios a medio plazo, vía efectos de segunda ronda, con el foco puesto en la evolución de las expectativas de los

agentes sobre esta variable. La Reserva Federal fue la primera en realizar un giro retirando estímulos para minimizar el riesgo de deriva alcista a medio plazo de los precios, dada la extensión temporal de la disrupción en la oferta y la fortaleza del ciclo en la economía estadounidense, donde los salarios ya subían con intensidad. El BCE, dada la situación cíclica de la eurozona, más retrasada en el cierre de las brechas de producción y empleo, emitía entonces un mensaje más contemporizador y seguía aludiendo a la transitoriedad de los factores subyacentes al alza de los precios.

Las tensiones en los mercados de la energía a finales de 2021, y el posterior inicio de la guerra de Rusia con Ucrania, han sido los catalizadores de una deriva adicional al alza en la inflación, al tiempo que comprometen -sobre todo en Europa- la expansión pospandemia y, en función de la evolución del conflicto, las perspectivas de recuperación de medio plazo. En paralelo a la aceleración de la inflación, el mensaje de los bancos centrales se endureció de forma notable: cualquier alusión a la transitoriedad desapareció del discurso, y la inflación se convirtió en un serio problema a atajar con urgencia. El riesgo de pérdida de credibilidad en su control a medio plazo obligó a los principales bancos centrales a endurecer su mensaje y a comprometer una actuación contundente.

Esa contundencia, y el riesgo de que la misma pudiera infligir un serio daño al crecimiento económico, emergió como el mayor foco de preocupación en los mercados financieros. Estos reaccionaron con un fuerte incremento de la volatilidad y

descensos generalizados en las valoraciones, mucho más intensos en los sectores con un componente más cíclico.

Especialmente reseñable ha sido el castigo registrado por los valores tecnológicos. Su comportamiento durante los años precedentes parecía desafiar la gravedad. De hecho, muchos de ellos se vieron también altamente favorecidos durante los peores meses de pandemia por la aceleración que la misma provocó en el consumo de servicios digitales. El nuevo escenario de tipos de interés, así como las dudas sobre una recuperación cíclica suficiente tras la pandemia, impactaron en el caso del índice más representativo de valores tecnológicos (NASDAQ) con caídas no vistas desde la crisis tecnológica de principios de siglo.

Y si eso ha ocurrido en los valores tecnológicos cotizados, el castigo ha sido mucho más intenso en el caso de esa nueva categoría de activos (criptoactivos), que en los últimos años se habían erigido como el vehículo especulativo por excelencia, generando preocupación entre las autoridades supervisoras por su capacidad de atraer a crecientes segmentos de inversores sin la suficiente información y capacidad de analizar sus riesgos, y con potenciales implicaciones sobre la estabilidad financiera.

Nuevas políticas que funcionaron

Los análisis anteriores, centrados en los impactos macroeconómicos y financieros de las dos crisis singulares más recientes (una con origen sanitario, y otra bélico), quedarían incompletos sin una referencia a

sus impactos sobre los principales sectores institucionales que conforman la economía española: hogares, empresas, y entidades financieras.

En el caso de los hogares y las empresas, la superación de ambas crisis sin excesivos traumas hasta la fecha -de hecho, con unas consecuencias mucho menos adversas que en la crisis financiera de 2008-2013, pese a que la caída del PIB fue en aquella ocasión menos intensa- ha sido posible gracias a unas medidas de apoyo sin precedentes. Por encima de las magnitudes comprometidas desde el sector público, y que suponían una brusca inflexión en la tendencia a la reducción del endeudamiento público que se había consolidado en el periodo 2014-19, cabe destacar la eficacia de las medidas que se adoptaron para paliar los efectos de la crisis sobrevenida.

La figura de los ERTE (Expedientes de Regulación Temporal de Empleo), empleada por primera vez de forma masiva en la economía española, mediante la cual la Administración cubría sustancialmente los costes salariales de las empresas tensionadas por los confinamientos, al tiempo que estas mantienen la relación laboral, supuso un verdadero balón de oxígeno para el mantenimiento del empleo y de la renta disponible de los hogares durante los meses de mayor inactividad. De hecho, ese mantenimiento de la renta de los hogares, en un contexto de fuertes restricciones al consumo -por los confinamientos, y desescaladas graduales de los mismos- se tradujo en una tasa de ahorro de los hogares que definió máximos históricos durante 2020. Paradójicamente, esa bolsa de ahorro

acumulado actuaría posteriormente como un acelerador del consumo en la fase de salida de la pandemia, siendo, como ya se ha señalado, ese exceso de demanda sobre una oferta restringida por los cuellos de botella, una de las causas para la aparición de las tensiones inflacionistas.

No solo contribuyeron los ERTE a ese mantenimiento de las rentas. También hay que atribuirles el mérito de una recuperación con fuerte creación de empleo. De hecho, la registrada en España desde el verano de 2020 hasta finales de 2021 presentó una característica alejada de la pauta habitual en nuestro país, como es la de una recuperación del empleo mucho más rápida que la del propio PIB. Sin duda alguna ese mantenimiento de la relación laboral que los ERTE llevaban como condición demostró su eficacia.

Pero no solo los hogares se vieron favorecidos por el uso de esta figura, sino también el tejido empresarial, muy especialmente en el segmento de pymes, sin duda el más afectado por los cierres y confinamientos por su concentración en actividades como la hostelería y el turismo.

Junto a los ERTE, la otra gran medida que evitó una auténtica cascada de insolvencias empresariales fueron los programas de avales otorgados por la Administración a través del Instituto de Crédito Oficial, por un importe agregado en torno a 110.000 millones de euros. Casi un millón de empresas y autónomos se beneficiaron de esa financiación avalada, a un coste reducido, y con periodos de reembolso dilatados, para permitir la superación,

primero de la crisis pandémica, y posteriormente de la crisis provocada por la invasión de Ucrania.

En la distribución del intenso programa de avales, y en particular en facilitar su llegada a las pymes y autónomos, jugó un muy importante papel el sector bancario. Con su tupida red de oficinas y, sobre todo, con su estructura de relaciones y conocimiento del tejido productivo, se hallaba en unas condiciones inmejorables para agilizar el proceso de identificación y concesión de ese millón de operaciones avaladas. Tanto más cuanto que su participación como financiador, asumiendo una parte (entre 20% y 30%) del riesgo de crédito, garantizaba un adecuado alineamiento de intereses. Con esta actuación, bien puede decirse que, frente a crisis anteriores, en las de este último periodo la banca no solo no ha sido el problema, sino que ha tenido un gran protagonismo en su solución.

Es de justicia reconocer que, para facilitar esa importante participación de la banca en la superación de las dos crisis recientes, las autoridades correspondientes han aportado importantes dosis de flexibilidad en sus exigencias regulatorias y supervisoras. Ello no fue óbice para que la banca llevase a cabo en 2020, al inicio de la crisis, un ejercicio de prudencia, saneando de forma anticipada un volumen de activos muy superior al exigido por los supervisores. Ese esfuerzo de anticipación, a costa de registrar pérdidas de forma agregada en el sector durante dicho ejercicio, fue un ejercicio prudente con el que construyó una posición más sólida desde la que afrontar un potencial deterioro que nadie sabe

hasta dónde puede llegar si se alarga en exceso la guerra y los tensionamientos económicos -sobre todo energéticos- derivados de la misma.

Ángel Berges.

Fundador y vicepresidente de Afi. Presidente de Afi Escuela y presidente de Fundación Afi Emilio Ontiveros. Catedrático de la Universidad Autónoma de Madrid. Fue presidente de la European Finance Association. Ha sido miembro del Securities and Markets Stakeholders Group de ESMA y del Banking Stakeholders Group de la EBA. Autor de varios libros y numerosos artículos sobre economía y finanzas.

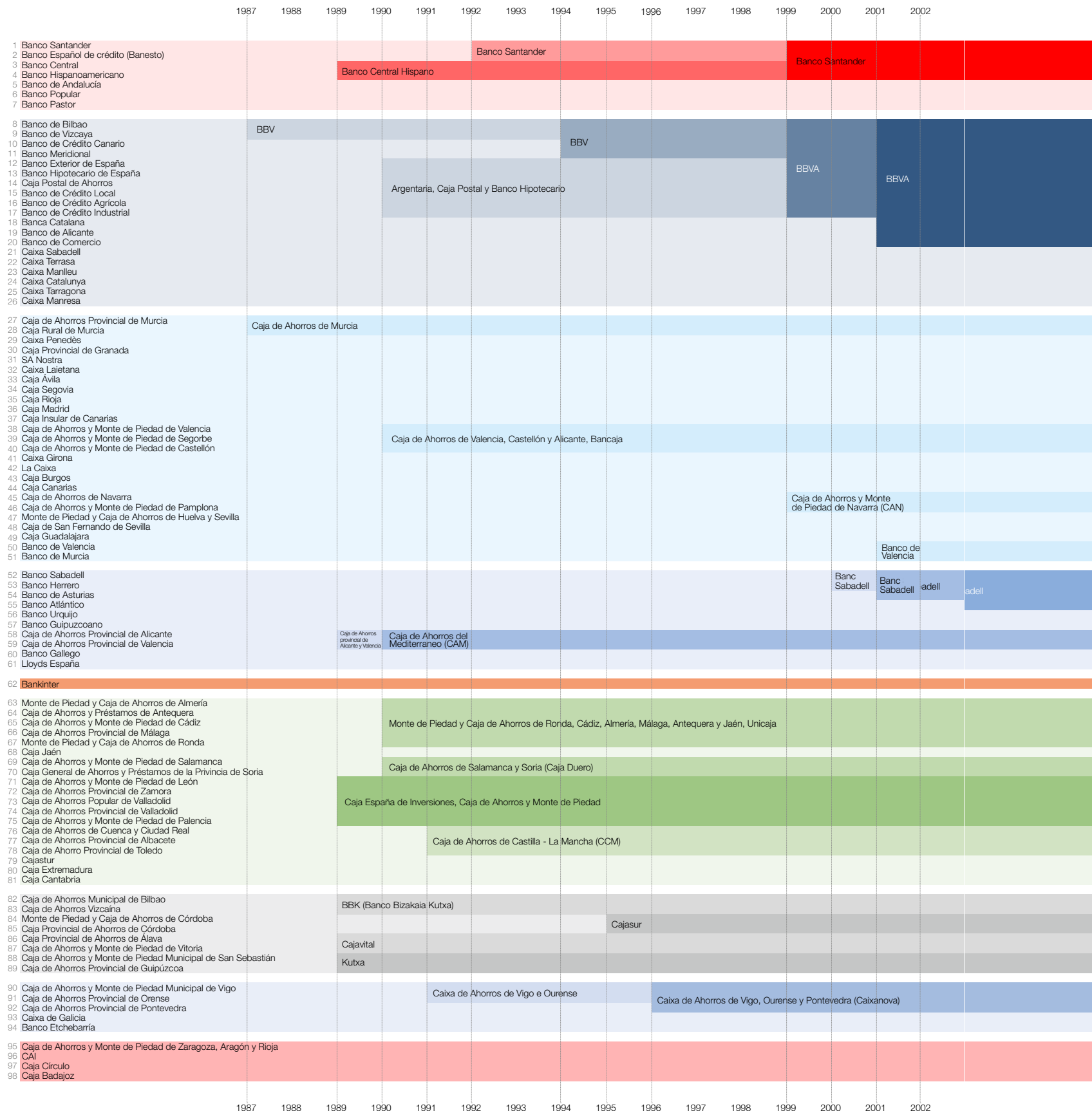
Daniel Manzano.

Socio de Afi y presidente de Afi Inversiones Globales SGIG. Doctor en Economía. Autor de varios libros y numerosos artículos sobre economía y finanzas, y docente en programas de postgrado de varias entidades. Miembro fundador e integrante del Observatorio del Banco Central Europeo. Fue profesor de estadística y econometría de la Universidad de Extremadura.

Emilio Ontiveros.

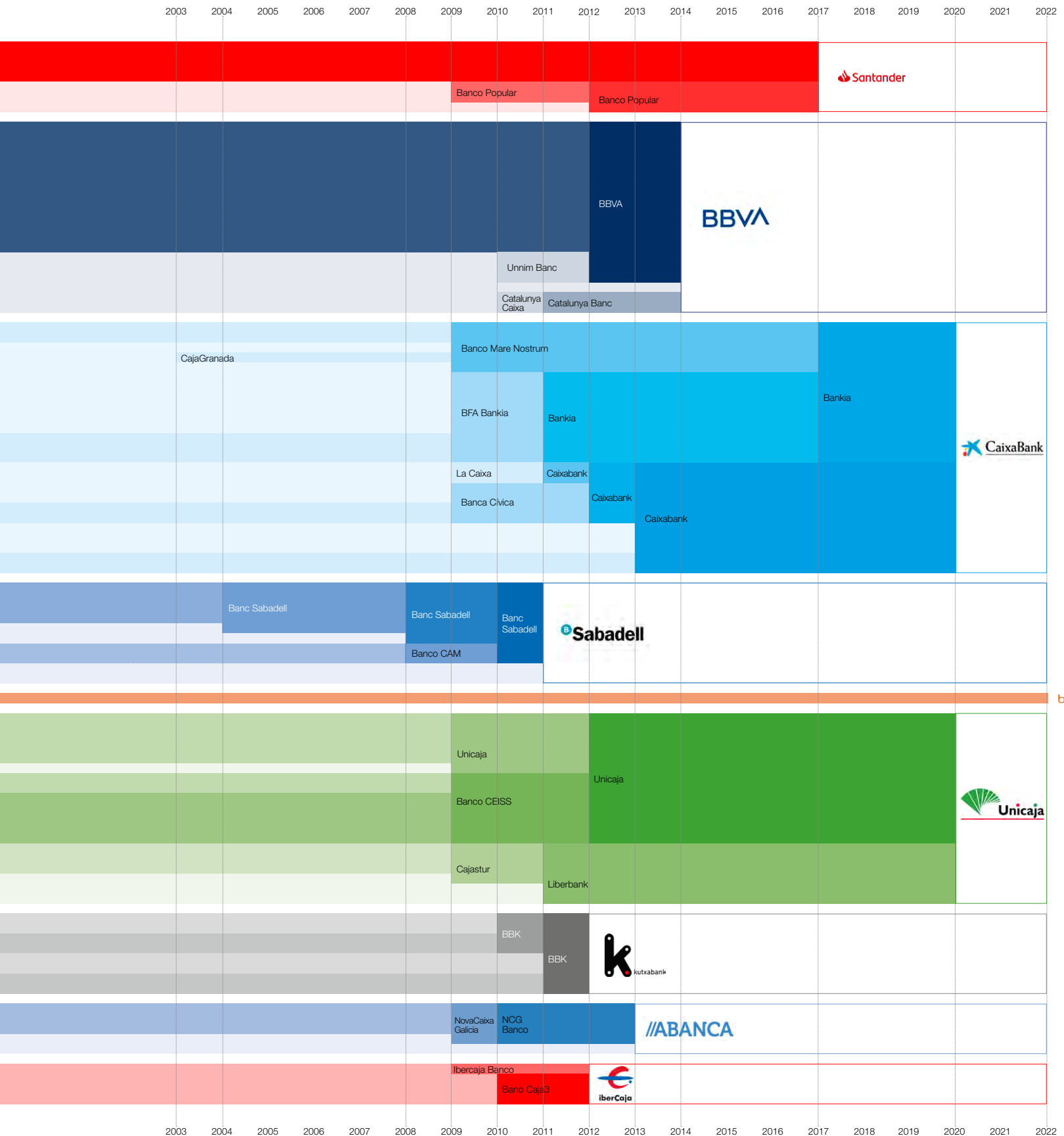
Ciudad Real, 1948-2022. Fundador y presidente de Afi. Catedrático emérito de la Universidad Autónoma de Madrid. Miembro de varios consejos, tanto universitarios como editoriales. Autor de varios libros destacados sobre economía y finanzas. Compaginó su carrera como docente universitario con su actividad empresarial, además de participar activamente en medios de comunicación en el análisis y divulgación de temas económicos y financieros.

35 AÑOS DE INTEGRACIÓN BANCARIA

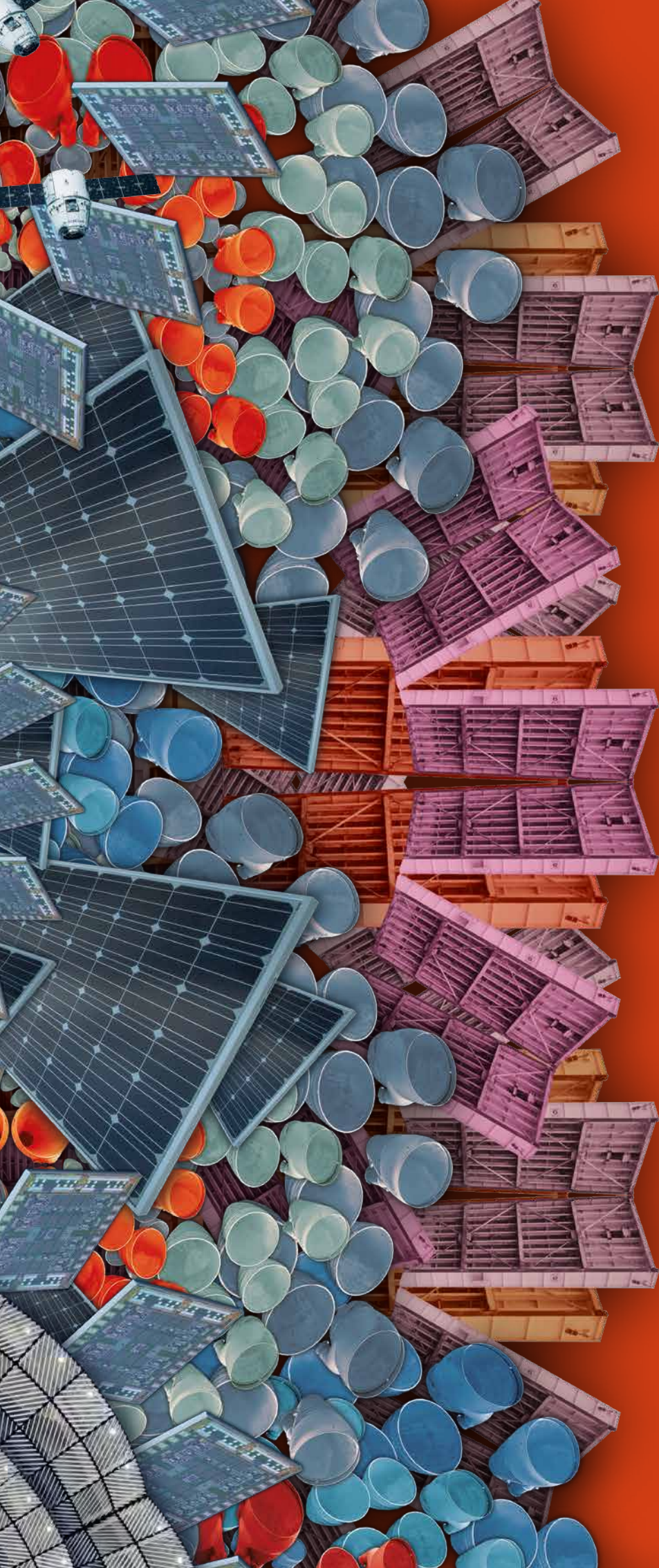


Fuente: Afi

35 AÑOS DE INTEGRACIÓN BANCARIA







**35 COLABORACIONES
PARA 35 AÑOS**

ECONOMÍA

La economía y las empresas globales 35 años después
Mauro Guillén



Mauro Guillén



Daniel Fuentes

Crecimiento y convergencia de la economía española
Daniel Fuentes



Ignacio Ezquiaga



Gonzalo García

Años difíciles para la política monetaria común
Ignacio Ezquiaga



César Cantalapiedra



Jorge Sicilia

La política fiscal y presupuestaria de España
Gonzalo García

Cuatro décadas de descentralización fiscal
César Cantalapiedra



María Romero



José Antonio Herce

Evolución y transformación del mercado laboral en España
Jorge Sicilia

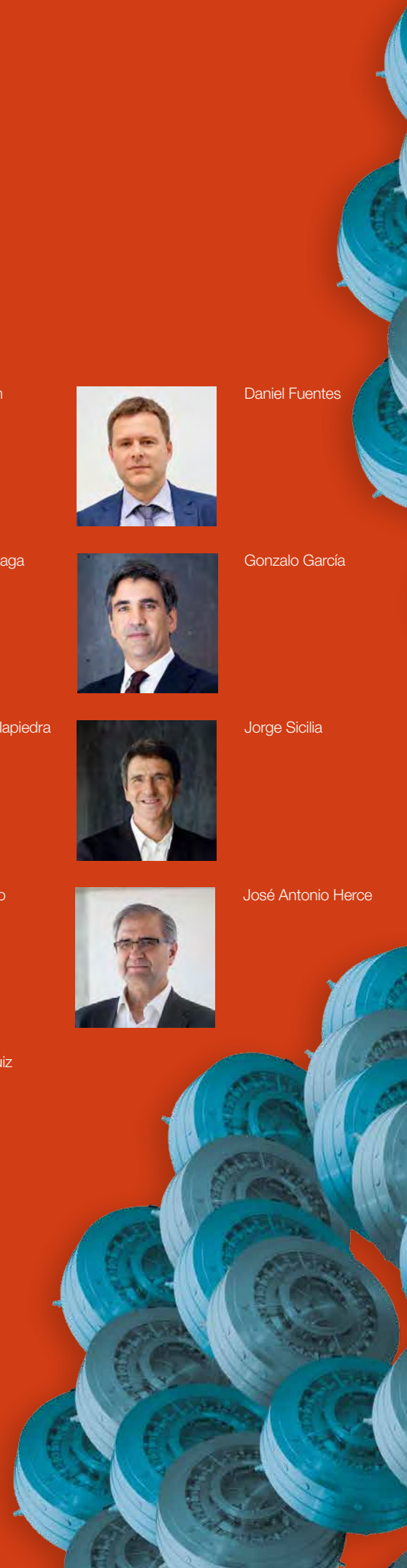
Cambios demográficos y sus implicaciones
María Romero



José Juan Ruiz

Las pensiones hace 35 años y las pensiones hoy
José Antonio Herce

España y Latinoamérica: una internacionalización
José Juan Ruiz



The image features a dense, overlapping field of coins against a solid red background. The coins are arranged in a way that creates a sense of depth and abundance. They are primarily blue and gold in color, with some silver coins interspersed. The coins are oriented in various directions, showing their faces and edges. The word "ECONOMÍA" is written in white, bold, uppercase letters in the center of the image.

ECONOMÍA

LA ECONOMÍA Y LAS EMPRESAS GLOBALES 35 AÑOS DESPUÉS

Mauro Guillén

Resulta imposible trazar una línea recta entre el año 1987 y la actualidad. La economía y las empresas globales han pasado por muchos avatares, incluyendo crisis económicas y financieras, graves eventos geopolíticos y nuevos acuerdos y desacuerdos entre las grandes potencias, transformaciones sociales de calado y un sinfín de otros cambios profundos. Se trata de un ejemplo más de lo que el paleontólogo Stephen Jay Gould llamó el equilibrio “puntuado” o interrumpido para referirse a los largos períodos de calma en la evolución biológica, puntuados de vez en cuando por períodos muy cortos que supusieron una avalancha creativa y destructiva de especies y formas de vida.

La economía global ha pasado de girar en torno a la tríada de Estados Unidos, Europa y Japón a venir condicionada por la compleja relación entre Estados Unidos y China, y, en los últimos años, un progresivo desacoplamiento entre las dos grandes economías mundiales, con la irrupción de India como posible tercer gran jugador. Además de una Unión Europea más unida en lo comercial y financiero, pero con fisuras norte-sur y este-oeste, siempre sujeta a las temidas consecuencias de la reacción de los mercados financieros ante las cuentas presupuestarias de los socios más vulnerables.

Desde un punto de vista empresarial, hemos presenciado una gran transformación en términos de las características, las estrategias y las estructuras organizativas de las empresas, sobre todo las que operan en múltiples países. Hace un tercio de siglo las mayores empresas del mundo eran todavía las manufactureras, mientras que hoy en día son las tecnológicas, de infraestructuras y de servicios. Es un cambio estructural cuyas consecuencias a largo plazo son aún imprevisibles.

Las estrategias seguidas por las empresas han pasado de ser multi-locales, es decir, diseñadas para las peculiaridades de cada mercado, a ser globales, recalando los elementos comunes de los distintos mercados nacionales y minimizando las diferencias entre ellos. Así, hemos pasado de denominar estas empresas empleando el término “multinacional” para adoptar el calificativo de empresa “global.” Esta transformación ha venido en gran parte facilitada por la caída de las barreras comerciales, la convergencia de los gustos y preferencias del consumidor, y el empleo de las nuevas tecnologías de la información.

Esas empresas globales tienen ahora una estructura organizativa integrada y coordinada a través de fronteras. Un paso fundamental en

esa dirección fue la creación de cadenas de suministro globales, precisamente las que ahora, con las tensiones geopolíticas y la pandemia, resultan menos eficientes y resistentes de lo que en principio pareciera. Pero no creo que, a raíz de las dificultades actuales, vayamos a presenciar un regreso al mundo de hace 35 años. Lo más probable es que las empresas globales se adapten a las nuevas realidades geopolíticas y geoeconómicas diversificando y acortando sus cadenas de suministro, lo que debiera en principio reducir las tensiones existentes sin necesariamente caer en el proteccionismo o la desglobalización.

Las decisiones de las empresas globales van a perfilar la economía del futuro tanto, o incluso más, que las actuaciones de los gobiernos. Pero no hay que olvidar que en esta nueva fase de la economía global en la que las consideraciones geopolíticas parecen ser dominantes, los gobiernos están en condiciones de reestructurar el entorno económico de tal manera que, en solamente unos años, estemos en una situación muy distinta a la actual.

En primer lugar, es muy posible que China pueda crear una economía digital que gire en torno a sus grandes empresas y plataformas, lo que resultaría en dos esferas de influencia, una china y la otra norteamericana. Pese a su enorme poderío, son muy pocas las empresas tecnológicas norteamericanas que tienen una presencia importante en el mercado chino—o en el indio. Me atrevo a predecir que Europa quedaría enganchada de la economía digital norteamericana.

Por su lado, las empresas globales manufactureras y de servicios seguirán reestructurando sus cadenas de suministro y el

conjunto de sus operaciones para protegerse de los nuevos riesgos e incertidumbres. Las grandes gestoras globales de infraestructuras—varias de ellas españolas—continuarán con su estrategia multi-local en lo que se refiere a la obtención de contratos de concesión y su desenvolvimiento en el día a día, pero con transferencia global de conocimiento.

Este nuevo escenario presidido por las tensiones geopolíticas continuará alterando los flujos comerciales, y con ellos las perspectivas de crecimiento internacional de las empresas de menor tamaño. Es una vertiente muy relevante para España dado que en los últimos quince años la exportación se ha convertido en un motor de crecimiento tan importante como la demanda interna. Quizás puedan nuestras empresas sortear los nuevos obstáculos geopolíticos ofreciendo una relación calidad-precio que resulte lo suficientemente atractiva como para superar la creciente fragmentación de los mercados.

En definitiva, se trata de un tercio de siglo con muchas tendencias no lineales, llegando al momento actual con lo que se antoja como una nueva fase, esta vez de desglobalización selectiva, aunque yo prefiera pensar que estamos presenciando una “reglobalización,” es decir, una reestructuración de las relaciones económicas globales.

Mauro Guillén.

Miembro del Consejo Académico de Afi Escuela. Decano de la Escuela de Administración de Empresas de la Universidad de

Cambridge. Previamente fue profesor en la Wharton School de la Universidad de Pensilvania.

CRECIMIENTO Y CONVERGENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Daniel Fuentes

El crecimiento de la economía española en los últimos 35 años ha estado marcado, entre otros factores, por dos hechos singulares de la historia económica reciente. Uno de orden institucional (el proceso de integración europeo) y otro de naturaleza macroeconómica (la crisis financiera internacional de 2008 y sus consecuencias), ambos relacionados con el proceso de globalización experimentado por la economía mundial en las últimas décadas. A esto se añade el impacto de la pandemia de 2020 y el shock de precios energéticos desencadenado a raíz de la invasión rusa de Ucrania, cuyo impacto es pronto para cuantificar.

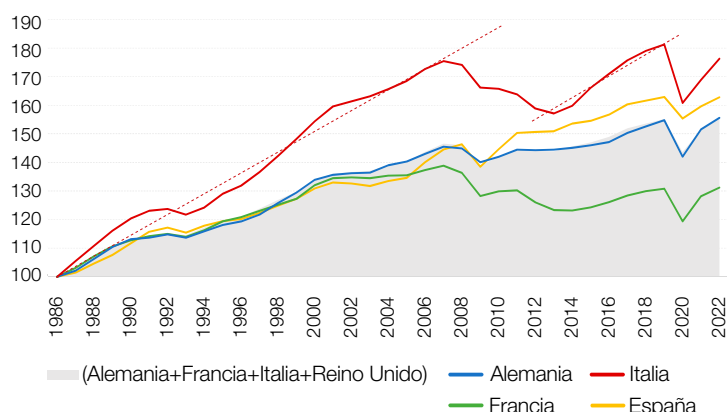
Atendiendo a la evolución de la renta per cápita española y a su convergencia con las grandes economías europeas, cabe distinguir dos periodos diferentes. El primero, el transcurrido desde la incorporación de España a la Comunidad Económica Europea en 1986 hasta el estallido de la crisis financiera internacional de 2008. Por el camino, dos hitos mayores en el proceso de integración europeo: el Tratado de Maastricht en 1993, constitutivo de la UE, y la Unión Económica y Monetaria en 1999. Esta primera etapa incluye, por lo tanto, la primera década de existencia de la moneda común europea.

De acuerdo con el WEO del FMI, en las dos décadas transcurridas entre 1986 y 2007, la renta per cápita española (a precios constantes y en paridad de poder de compra) aumentó un 75,4%, a razón de 2,7% anual acumulativo. En el mismo periodo, la renta per cápita conjunta de las grandes economías europeas (Alemania, Francia, Italia y el Reino Unido, todos ellos países miembros del G7), creció un 46,5%, a razón de 1,8% anual. Téngase en cuenta, por comparación, que la renta per cápita de las demás economías del G7 creció al 1,6% (Canadá), 1,8% (Japón) y 2% (EE. UU.).

Como resultado, la renta per cápita de España pasó de representar el 72% de la renta per cápita conjunta de Alemania, Francia, Italia y el Reino Unido en 1987 al 86,2% en 2007 (con respecto al conjunto de la UE, la renta per cápita española pasó 83,7% al 98,1%).

El segundo periodo abarca desde la crisis financiera internacional de 2008 hasta nuestros días. La Gran Recesión se tradujo, en el caso de España, en una disminución de la renta per cápita sin precedentes: el nivel de 2013 se situó un 10% por debajo de 2007. Dado que el impacto en las grandes economías europeas fue sustancialmente menor (-1,8% en el conjunto de Alemania, Francia, Italia y el Reino Unido, y -1,5% en el total de la

Crecimiento: PIB per cápita a precios constantes y en paridad de poder de compra. Índice 100 = 1986



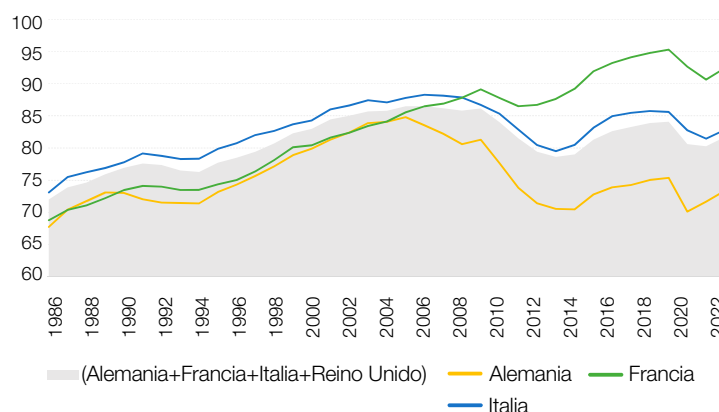
Fuente: WEO FMI abril 2022

UE), la renta per cápita de la economía española cayó hasta el 78,6% en comparación con las cuatro grandes economías europeas y hasta el 89,1% en comparación con el conjunto de la UE, deshaciendo buena parte del camino recorrido en las dos décadas previas.

Cuando, en 2020, estalló la crisis del COVID-19, todo parecía indicar, sin embargo, que la renta per cápita española había recobrado la tendencia de crecimiento previa a la crisis financiera internacional (líneas discontinuas en el gráfico 1) y que el proceso de convergencia se había reiniciado con cierto vigor, hasta alcanzar en 2019 el 84,1% de la renta per cápita de las cuatro grandes economías europeas, recuperando parte del terreno perdido.

La salida de esta nueva crisis, más lenta en el caso español que en el resto de la UE, ha vuelto a comprometer la senda de convergencia, de manera que en 2021 (último dato disponible), la renta per cápita de España se sitúa en el 80,3% de la renta conjunta de las cuatro grandes economías europeas y en el 85,4% de la renta per cápita de la UE. Todo esto a expensas de lo que ocurra con el shock de precios energéticos y la situación geopolítica derivada de la guerra en Ucrania.

Convergencia: PIB per cápita a precios constantes y en paridad de poder de compra. Ratio España / países



Fuente: WEO FMI abril 2022

Así pues, tras la convergencia experimentada durante las dos primeras décadas de integración europea, la concatenación de crisis sistémicas en los últimos años ha puesto freno a dicha evolución, hasta el punto de que la renta per cápita española estimada por el FMI para 2022, a precios constantes y en paridad de poder de compra, es prácticamente la misma que la registrada en 2007.

En definitiva, los datos expuestos vienen a recordarnos que el progreso económico no es lineal y que ninguna convergencia debe darse por hecha. En el caso que nos ocupa, esta no sólo depende de factores puramente económicos (acumulación de desequilibrios macroeconómicos, evolución de la productividad) o institucionales (políticas de cohesión europea, gobernanza comunitaria) sino del singular carácter pro cíclico de la economía española: recesiones más profundas, recuperaciones más vigorosas. La prosperidad nunca está ganada. Ni perdida.

Daniel Fuentes.

Formó parte del equipo de Afi. Doctor en Economía por la Université de Paris - Nanterre. Profesor de Teoría Economía de la UAH. Director de KREAB Research. Economista senior

en el Banco de Francia y subdirector del Departamento de Asuntos Económicos de la Presidencia del Gobierno. Ha sido investigador en el INRA Paris y en la OCDE.

AÑOS DIFÍCILES PARA LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

Ignacio Ezquiaga

Esta nota se centra en aspectos de la construcción y el desarrollo de la Unión Monetaria Europea (UME) que han marcado los últimos 35 años. El Banco Central Europeo (BCE), ha debido adaptar su gestión en un periodo difícil de transformación de la economía mundial marcado por la globalización, el salto tecnológico, la deflación y las crisis bancarias. Además, ha tenido que hacer frente a asimetrías en la transición que, incluso, pusieron en peligro la propia UME.

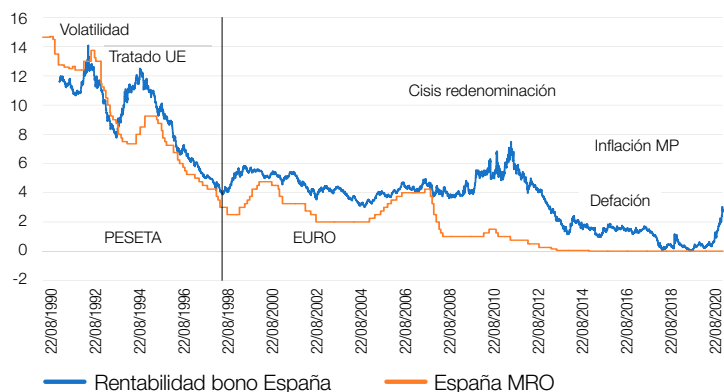
Tras el inicio de la UEIE en 1999, en plena Gran Moderación, (aparente estabilidad y crecimiento), 2008 desencadenó la Gran Recesión global: crisis bancaria y presiones deflacionistas que exigieron al BCE un tono extraordinariamente adaptativo. Un tipo de depósito (para drenar el exceso de liquidez con que el BCE hubo de gestionar la disfuncionalidad del mercado interbancario) que llegó a un territorio negativo se completó con un arsenal renovado de instrumentos, como el forward guidance o las compras masivas de bonos en los mercados secundarios (quantitative easing, QE). Después, recientemente, la normalización ha revertido parte de estos pasos.

La asimetría entre las diferentes economías en el seno de la UME, agudizada por la persistencia en el imaginario colectivo de los mercados de

un esquema centro-periferia subyacente a las dinámicas financieras, generó en ese contexto dificultades añadidas, una volatilidad y unos costes elevados para el conjunto, al ser en parte origen de la frecuente parálisis institucional de la UE y del output gap con EEUU.

La unión monetaria había implicado para algunos países, los llamados periféricos, unos niveles de tipos de interés a corto, medio y largo plazo muy inferiores a los que habían tenido históricamente, por razón de sus tasas de inflación, sus calificaciones crediticias o sus descuentos cambiarios. Formar parte de la unión monetaria generaba para ellos un escalón expansivo. La reputación importada con el euro con frecuencia devenía además en una falsa autorrepresentación y en un cierto grado de relajación de responsabilidades a escala nacional, una suerte de moral hazard institucional. Entre 1989 (Informe Delors) y 2008 (Gran Recesión), España es ejemplo de las consecuencias agrídulces de aquel escalón expansivo. Por una parte, el país crecía a tasas muy superiores a las de sus principales socios y el presupuesto público se liquidaba con superávits. Por otra, la pérdida de competitividad en costes laborales era sistemática, el déficit corriente exterior alcanzaba un récord mundial y la burbuja inmobiliaria dejaba fuera del mercado

Evolución de los tipos de referencia de España peseta-euro 1990-2022



Fuente: Afi a partir de datos del Banco de España

a amplias capas de la población y se instalaba en los balances bancarios a precios insostenibles (sobrevalorados). Se creaban así las condiciones para una crisis total de dimensiones históricas. Era algo difícil de anticipar al calor benefactor de la recién estrenada Unión.

La Gran Recesión de 2008 fue global, pero, además, supuso un final abrupto para la explosión expansiva periférica. Los ajustes de competitividad necesarios y la absorción de la deuda privada generada hicieron anticipar a una parte del mercado que la unión monetaria no lo soportaría. Las ventas de activos periféricos descontaban la supuesta afloración de presión política en favor de una ruptura, que permitiera a los países periféricos estrategias de restauración de la competitividad vía devaluaciones cambiarias, en principio más benevolentes. No era en realidad una crisis de la deuda soberana, sino el resultado del riesgo de redenominación o de ruptura del euro. La Unión Monetaria sobrevivió a este duro test. Con los mercados a la contra, los países periféricos reaccionaron aprobando planes de ajuste y reforma que asumían en distintos grados devaluaciones internas de alto coste social, y recibían, también en diferentes formatos jurídicos, el apoyo de la Unión Europea mediante préstamos condicionados. Entretanto,

el BCE abanderaba la defensa del euro (whatever it takes) e introducía en su función de reacción el concepto de fragmentación. Es decir, trataba de neutralizar diferenciales demasiado grandes entre rentabilidades de mercado de la deuda pública de los diferentes Estados miembros con sus compras masivas de activos, en aras de la eficaz transmisión de la política monetaria.

La asimetría real entre las economías de las distintas jurisdicciones nacionales en el seno de la UME ha dificultado el éxito de la política monetaria común. Esto ha puesto de manifiesto la necesidad de ampliar las políticas comunes. De un lado, la unión bancaria, con la creación de los mecanismos únicos de supervisión y de resolución, y de otro, el avance hacia una unión fiscal en la que determinados grandes proyectos federales puedan ser financiados con bonos de la Comisión (como el Next Generation UE) o multi avalados. Ambos procesos mitigarán en el futuro los efectos complejos que ha tenido la convivencia de una moneda común con una multiplicidad de sistemas bancarios y de emisores de deuda pública.

Sin embargo, solo la construcción de una unión política gradualmente federal contribuirá a la superación completa de las dificultades sufridas. Teniendo en cuenta los desafíos que una economía global que sigue su transformación estructural, implican hoy para el euro y la UE, esta superación es del todo necesaria.

Ignacio Ezquiaga.

Fue socio de Afi. Doctor en Economía por la UAM. Desempeñó el cargo de director corporativo de Banca Privada y Gestión de Activos de Bankia. Anteriormente

fue CFO del Banco Mare Nostrum (BMN).

LA POLÍTICA FISCAL Y PRESUPUESTARIA DE ESPAÑA

Gonzalo García

El proceso de modernización de la economía desde la Transición hasta 1993 no habría sido posible sin la construcción de una Hacienda que permitiera lograr la suficiencia de ingresos para desarrollar las políticas de gasto de un incipiente Estado del Bienestar. Así, durante aquellos años en los que nació Afi, la implantación del IRPF y del IVA financió un aumento de gasto que permitió sentar las bases de la universalización de la sanidad, la educación y del sistema de pensiones. Además de acometer un esfuerzo sostenido de inversión en capital público de infraestructuras que resultaba indispensable para una economía en expansión y en plena integración en Europa.

Durante los años noventa, la política fiscal española experimentó con crudeza dos de los problemas que han venido atenazándola hasta nuestros días. El primero es la dificultad de mantener la disciplina y la compatibilidad de incentivos en un sistema de elevada descentralización del gasto, mientras el sistema tributario seguía manteniendo una gran parte de figuras centralizadas, para, entre otras cosas, preservar la unidad de mercado y la equidad territorial. El segundo deriva de la brecha estructural entre ingresos y gastos que, unida a la elevada volatilidad del PIB y del empleo, obligaba a realizar ajustes procíclicos en el gasto de inversión para mantener la estabilidad presupuestaria.

La entrada en el euro parecía suponer el fin de la restricción financiera externa a la conducción de la política fiscal con la desaparición del riesgo de cambio en la deuda pública. Eran tiempos en los que la política fiscal discrecional había quedado desacreditada y se confiaba en la política monetaria para mantener la estabilidad macroeconómica. El ciclo financiero-inmobiliario generó unos ingresos públicos no sostenibles y un enorme volumen de inversión ineficiente. Así, cuando más se la necesitaba, la política fiscal tuvo que retraerse a partir de 2010 y entrar en una fase defensiva mientras la economía y el sistema financiero sufrían una fuerte reestructuración con grave coste de PIB, empleo y desigualdad.

Las modificaciones legales en el marco fiscal europeo y nacional (el pacto fiscal europeo, la Ley orgánica de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera, la creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal) y la reanudación de un ciclo expansivo permitieron reducir el déficit, pero no consiguieron acabar con los problemas de insuficiencia estructural de ingresos ni tampoco con el de la corresponsabilidad fiscal de las Comunidades Autónomas. Por otra parte, durante esos años de aumento de la desigualdad

quedó patente la necesidad de reforzar la acción redistributiva de la política fiscal española, que era baja en relación a la media europea.

Desde 2018, la política fiscal y presupuestaria ha cambiado de orientación y ha adquirido un nuevo protagonismo. Por una parte, con un impulso a la inversión pública tras años de inversión neta nula o negativa, que resultaba indispensable para acelerar la transformación verde y digital de la economía y reforzar las bases del crecimiento. Por otra parte, con un reforzamiento de los ingresos públicos a través de un ensanchamiento de las bases imponibles y un nuevo impulso a la modernización de la administración tributaria.

La pandemia supuso una prueba muy extrema para este nuevo enfoque, que se ha saldado con el objetivo cumplido de evitar daños estructurales en el tejido empresarial y el empleo. Además, la respuesta europea acordada en el verano de 2020 con el Next Generation EU supone un hito en la integración al utilizar por primera vez el presupuesto comunitario con un claro fin estabilizador y lanzar un gran programa de reformas e inversiones financiadas con la emisión de deuda común emitida por la Comisión Europea.

El Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia español supone la plasmación de esa gran oportunidad con una política fiscal financiada a escala europea, orientada a la inversión y combinada con un ambicioso programa de reforma estructural. Se consigue así un efecto contracíclico para superar el impacto de la pandemia, y un efecto estructural que impacta sobre el crecimiento potencial a través de la ampliación de la dotación de capital físico, humano, tecnológico y natural, así como del aumento de la productividad total de los factores.

La política fiscal y presupuestaria española tiene así la oportunidad de superar la rémora del déficit estructural, perseverando con un conjunto de reformas que van a elevar la tasa de empleo, van a reducir la temporalidad y van a ampliar las bases tributarias y de la Seguridad Social. Al mismo tiempo, las reformas van a potenciar el efecto redistributivo de la actividad financiera pública, gracias a instrumentos como el ingreso mínimo vital o el aumento de la inversión social en bienes preferentes generadores de igualdad de oportunidades. Como ya se observa con claridad en la evolución de los ingresos desde 2021, estas políticas están generando un aumento estructural en la ratio de ingresos sobre el PIB.

No obstante, los desafíos no son menores. El ciclo inversor iniciado en 2018 debe prolongarse para conseguir los objetivos de descarbonización y adaptación al cambio climático, aprovechando al mismo tiempo todos los beneficios económicos de la digitalización. El envejecimiento de la población exige también una adaptación y un reforzamiento del sistema sanitario y del sistema de pensiones, que para no poner en riesgo la sostenibilidad fiscal requieren de una economía estable, dinámica y con una elevada tasa de empleo. Para superarlos, contamos con la experiencia de unos años muy difíciles que han vuelto a demostrar que la acción financiera del Estado a través de los ingresos y los gastos públicos es esencial para preservar el crecimiento, la estabilidad y la cohesión social.

Gonzalo García.

Formó parte del equipo de Afi. Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa. Previamente fue director general de Financiación Internacional

y consejero económico y comercial en la Embajada de España en Washington DC.

CUATRO DÉCADAS DE DESCENTRALIZACIÓN FISCAL

César Cantalapiedra

Hace unos meses tuve la satisfacción de asistir a unas jornadas de homenaje a todos los directores generales de presupuestos de una comunidad autónoma que habían ejercido el cargo desde que se aprobara su Estatuto hace 40 años. Cada uno de ellos hacía un repaso de los avances durante su período en orden cronológico. Obviamente se puso de manifiesto la trascendencia del proceso de descentralización que ha protagonizado nuestro país. Desde que en la década de los ochenta se aprobaran los primeros marcos de financiación de las comunidades autónomas (LOFCA) y las haciendas locales (LRHL)¹, no han sido muchas las ocasiones con el necesario consenso territorial y político, pero han sido las suficientes para acordar las bases de funcionamiento del modelo actual.

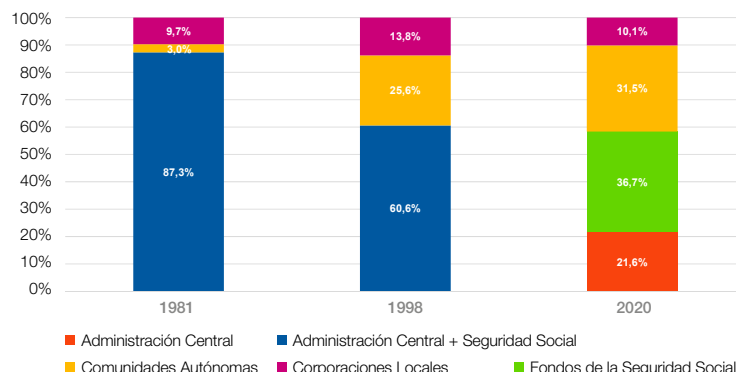
El gasto público se ha mantenido en todo este período en el entorno o por encima del 40%, salvo en momentos puntuales de políticas fuertemente expansivas². Pero lo verdaderamente representativo de estos 35 años, y que nos sitúa como un caso paradigmático en el contexto internacional, ha sido el proceso tan acusado de descentralización política y económica hacia los gobiernos locales y, fundamentalmente, los autonómicos.

Nuestro modelo de Estado es fruto de una evolución compleja, marcada por las asimetrías y por la no siempre fácil convivencia de dos regímenes, el común y el foral. En buena medida, ha condicionado las aspiraciones de algunos territorios, generando tensiones que han amenazado seriamente el clima político y la estabilidad institucional.

Hemos sido testigos de un trasvase competencial y de servicios que nos asimila a los estados federales por el lado del gasto. De hecho, en la primera mitad de los ochenta, apenas el 15% del gasto se gestionaba desde las administraciones territoriales (con un peso del 6% de las regiones). A lo largo de los noventa este porcentaje más que se duplicó, asumiendo las comunidades más del 20% del gasto público. El hito más notable y con el que se consolida la descentralización se produjo con el traspaso generalizado de la sanidad y la educación en 2002 a los gobiernos regionales. Como resultado de todo este proceso, si excluimos la Seguridad Social³, las administraciones territoriales gestionan en la actualidad más del doble de gasto no financiero que la administración central.

Por el lado de los ingresos, sin embargo, nuestro modelo ha sido mucho más paternalista. La gran crisis económica y financiera de 2008 dejó al descubierto la fragilidad de un sistema con menor corresponsabilidad fiscal, en el que se constata una insuficiencia estructural de recursos para cubrir las necesidades de gasto. Más allá de que la justificación residiese en un sistema de financiación deficitario o en la falta de disciplina presupuestaria de algunos gobiernos subnacionales, los mercados de capitales se cerraron para aquéllos con mayores desequilibrios. El Estado central se vio obligado a diseñar fórmulas imaginativas que evitaran el

Distribución del gasto público por niveles de administración. Empleos no financieros



Fuente: GAE, elaboración propia a partir del COFOG y Finanzas Autonómicas (Ezquiaga, I y García, F (2001))

incumplimiento de las obligaciones de pago de un buen número de haciendas locales y autonómicas y que, en último término, salvaguardaron la solvencia y la credibilidad de la prima de riesgo-país⁴.

El éxito de estas medidas de provisión de liquidez no justifican, sin embargo, que se hayan prolongado en el tiempo, impidiendo una progresiva normalización de la política financiera de las comunidades autónomas. En los últimos ejercicios, a los recursos del sistema de financiación autonómica se han ido sumando otros adicionales de carácter extraordinario y de forma discrecional por parte del gobierno central que minimizan la insuficiencia que reclaman las regiones. Pero nos encontramos con un modelo caducado, que no sólo impide a los gestores públicos planificar a medio plazo sus políticas, sino que puede generar incentivos perversos que amenacen la estabilidad presupuestaria a largo plazo.

A nivel local las asimetrías no son menos significativas, con una estructura enormemente fragmentada y desigual. Nuestro mapa municipal se dirige entre miles de municipios que apenas pueden prestar servicios de calidad a sus ciudadanos por su limitada capacidad fiscal⁵, y

grandes ciudades en las que se concentra cada vez más porcentaje de riqueza, capital humano y base empresarial. El papel de las diputaciones como vertebradores de locales no está siendo suficiente para garantizar los principios de solidaridad y equilibrio intermunicipales⁶ pero son paradójicamente las entidades más saneadas de nuestro Estado⁷.

En definitiva, es evidente que nuestro proceso de descentralización en estos últimos 35 años ha alcanzado un elevado grado de madurez, pero se han puesto de manifiesto asimetrías y disfunciones que exigen de nuevo un consenso para volver a sentar las bases de un modelo de financiación estable, predecible y con menos asimetrías.

1. En 1980 se aprobó la primera Ley Orgánica de financiación de las Comunidades Autónomas y en 1988 la primera Ley Reguladora de las Haciendas Locales.

2. Entre 2009 y 2014 el gasto superó tasas del 45% con máximos en 2012 del 49,50%. Los máximos de la serie histórica los encontramos en 2020 y 2001 por encima del 50%, como consecuencia simultánea de la caída abrupta del PIB y el aumento del gasto público.

3. No obstante, en los próximos años será la Seguridad Social la administración que gestione un mayor volumen de recursos públicos como consecuencia del aumento de las pensiones y el envejecimiento de nuestra pirámide poblacional.

4. Aunque en el artículo 8 de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera se recogía de forma explícita que el gobierno no respaldaría ni a gobiernos locales ni regionales, el Fondo de Pago a Proveedores (FFPP) y posteriormente los Fondos de Liquidez Autónoma (FLA) permitieron facilitar los recursos necesarios al mismo coste que el Tesoro para que hicieran frente a sus obligaciones con acreedores comerciales y financieros.

5. De los 8.131 municipios, casi 5.000 tienen menos de mil habitantes y 7.375 menos de diez mil habitantes.

6. La Ley Reguladora de las bases del Régimen Local d 1985 recoge en su artículo 31: "Son fines propios y específicos de la Provincia garantizar los principios de solidaridad y equilibrio intermunicipales, en el marco de la política económica y social, y en particular: a) Asegurar la prestación integral y adecuada en la totalidad del territorio provincial de los servicios de competencia municipal..."

7. La deuda de las Diputaciones -si excluimos las forales- apenas suman 1.000 millones de euros según los datos de Banco de España a 31 de diciembre último, mientras que su remanente de tesorería disponible para gastos generales ronda los 5.000 millones de euros (Haciendas Locales en cifras, 2019). En total, el conjunto de corporaciones locales suman 20.000 millones por este concepto y probablemente este importe se habrá elevado muy por encima de esta cifra en los últimos tres años.

César Cantalapiedra.

Socio director del área de Finanzas Públicas de Afi y profesor de Afi Escuela. Fue también responsable del área de Economía y Mercados de Afi.

EVOLUCIÓN Y TRANSFORMACIÓN DEL MERCADO LABORAL EN ESPAÑA

Jorge Sicilia

Ahora que los datos de afiliación y paro en España empiezan a flojear tras la fuerte recuperación del mercado laboral post pandemia, y que las expectativas de crecimiento se ensombrecen, es un buen momento para reflexionar sobre el mercado laboral en los últimos 35 años.

España ha crecido desde mediados de los años 90 a una tasa media del 1,8%, superior al 1,4% de la zona euro, pero con una tasa de paro del 16%, casi el doble que en Europa. La persistencia del paro pese a tasas de crecimiento mayores se explica por una mayor tasa estructural de desempleo, incluyendo el paro de larga duración, y por una mayor volatilidad del empleo. Ha habido épocas -entre 1995 y 2007- de alta creación de empleo, donde la tasa de paro bajó del 22% al 8%, pero también periodos con una gran destrucción de puestos de trabajo -entre 2008 y 2013-, año en el que la tasa de paro superó el 26%.

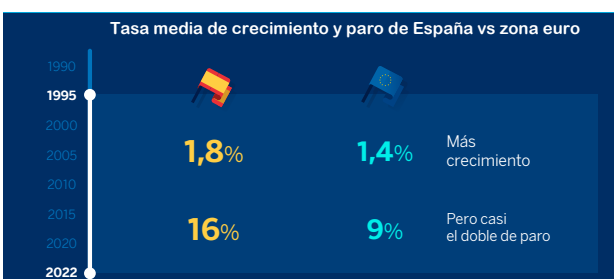
Esta volatilidad tiene costes económicos y sociales muy significativos a corto y medio plazo, por las consecuencias de las fuertes pérdidas de empleo, de las elevadas tasas de temporalidad y de empleo juvenil, y por el entorno de baja productividad y de escaso

crecimiento del salario real. Una forma de ilustrarlo es con la Ley de Okun, que muestra la correlación entre los cambios en la tasa de desempleo y en el crecimiento en un país. Desde los 90 hasta el año 2020, antes de la crisis del Covid, el coeficiente fue superior a uno en España, mayor al 0.5 de la zona euro, mostrando que en España el desempleo es mucho más sensible que en Europa a cambios en el crecimiento económico. Los despidos se aceleraban cuando la recesión era intensa, mucho más tarde que otros países europeos y, por contra, los contratos crecían rápidamente y durante más tiempo en ciclos de crecimiento. Este comportamiento bulímico se rompió con el uso de los ERTE, los expedientes de regulación temporal de empleo, en el año 2020.

Los problemas en el mercado laboral se explican primero por un marco institucional y regulatorio inadecuado; dada la legislación de protección al empleo, la falta de incentivos a la contratación indefinida y la penalización relativa de los contratos fijos frente a los contratos temporales; pero también por los altos costes de despido y la incertidumbre judicial en la terminación de los contratos. Segundo, por los procesos de negociación colectiva, que no eran lo suficientemente flexibles para permitir que se

Evolución y transformación del mercado laboral en España

Una reflexión sobre el mercado laboral en los últimos 35 años



Los factores que explican la alta tasa de paro serían:

- Alta tasa estructural de desempleo
- Paro de larga duración
- Volatilidad del empleo

TASA DE PARO



Esta volatilidad tiene costes económicos y sociales muy significativos a corto y medio plazo

SEGÚN LA LEY DE OKUN*

En España el desempleo es mucho más sensible a cambios en el crecimiento económico



* La Ley de Okun muestra la correlación entre los cambios en la tasa de desempleo y en el crecimiento en un país.

PROBLEMAS DEL MERCADO LABORAL

Un marco institucional y regulatorio inadecuado

Los rígidos procesos de negociación colectiva

Ausencia de incentivos para mantener el vínculo entre trabajadores y empleados

Afortunadamente, la **regulación** del mercado laboral ha venido cambiando en la **dirección correcta** a lo largo de los **últimos 10 años** (Reformas en 2010, 2011, 2012 y 2021)

REFORMA DE 2012: Cambios sustanciales en la legislación de **protección del empleo** y la **negociación colectiva**

REFORMA DE 2021*: Se **simplifica** el sistema de **contratación** y se redefinen los mecanismos de **protección de empleo** (ERTEs) para permitir una mayor **flexibilidad**

* No se revierte significativamente la reforma de 2012.

RETOS PARA EL FUTURO

En los próximos años se van a necesitar más ajustes en el **mercado laboral** en particular para:

Salarios y productividad

Reforzar la conexión entre salarios y productividad en las empresas

Contratación

Incentivar la contratación indefinida

Capital humano

Asegurar un mejor ajuste entre el capital humano y las políticas activas de empleo

Prestación por desempleo

Ajustar la prestación por desempleo para aumentar su eficiencia

OTROS RETOS

Una apuesta más decidida por la **educación** y la **formación** continua a trabajadores y empresarios

Políticas que eliminen barreras al **crecimiento empresarial** y a la **competencia**

y una mejor **fiscalidad** del empleo

Ayudarán en esta transición hacia un **mercado laboral** más parecido al de la **zona euro***

* Ver Cardoso et al., 2016.

ajustaran los salarios y las horas trabajadas y no el empleo. Finalmente, también se echaban de menos incentivos para que se mantuviera el lazo entre trabajadores y empleados, algo importante en un sistema como el español, donde no se encuentra empleo a la velocidad adecuada.

Afortunadamente, aunque ha costado tiempo -solo se empezaron a tomar medidas de calado a consecuencia de la gran recesión entre 2008 y 2013-, la regulación del mercado laboral ha venido cambiando en la dirección correcta a lo largo de los últimos 10 años. Todo comenzó con las reformas del 2010 y 2011 y, especialmente, con la del 2012 y, más recientemente, con la reforma de 2021.

La reforma de 2012 introdujo cambios sustanciales en la legislación de protección del empleo. Se redujo la indemnización por despido improcedente, se aclararon las causas de despido justificado por razones económicas, aunque el coste de despido de los contratos indefinidos sigue siendo de los más altos de Europa. También cambió la negociación colectiva, toda vez que se dio prioridad a los convenios en la empresa frente a convenios colectivos de ámbito superior, se limitó la ultraactividad y se generaron mecanismos para la salida de la empresa de los convenios colectivos, (ver Cuerpo et al, 2018). En esta reforma, se enfrentaron muchos de los problemas estructurales antes mencionados, pero no todos.

La valoración de las reformas ha sido positiva (ver por ejemplo Doménech et al, 2018, OCDE, 2013 y FMI, 2018 y 2020); por sus efectos directos en el mercado laboral, incluyendo su impacto en desigualdad de ingresos, y

los indirectos, como el apoyo al aumento de competitividad y de las exportaciones sobre PIB.

La siguiente reforma se produjo en el 2021, donde se avanzó en la simplificación del sistema de contratación y en la redefinición de los mecanismos de protección de empleo a través de los ERTes para permitir una mayor flexibilidad. Afortunadamente, se han mantenido los principales logros de la reforma de 2012 y aunque se modifica algo la estructura de la negociación colectiva, la regulación de la flexibilidad externa y de una parte de la interna apenas cambian.

La evidencia, todavía preliminar, desde su aprobación muestra un fuerte incremento de la contratación indefinida, especialmente de los fijos discontinuos, y una reducción de la temporalidad que ha llevado ese ratio a mínimos de 1985 (ver Arellano et al, 2022 y García 2022). Es pronto para evaluar con precisión qué efectos de esta reforma son permanentes y cuál va a ser el efecto sobre la intensidad en el empleo. Falta ver lo que ocurre en el siguiente ciclo dado que ha aumentado la rigidez en la contratación temporal, lo que puede dificultar la transición al empleo y a un contrato indefinido.

En cualquier caso, en los próximos años se van a necesitar más ajustes en el mercado laboral. En particular para (i) reforzar la conexión entre salarios y productividad en las empresas e (ii) incentivar la contratación indefinida. Así como (iii) asegurar un mejor ajuste entre el capital humano, que existe en España, y las políticas activas de empleo, insuficientes e ineficientes, con poco uso de las herramientas digitales y poca conexión con la prestación por desempleo. Además de (iv) ajustar la prestación

por desempleo para aumentar su eficiencia, preferentemente a través del uso de un sistema como el de la mochila austriaca.

En un mundo donde las necesidades de las empresas son cambiantes en términos de habilidades, hay que propiciar que la revolución digital y verde que se avecina se aproveche adecuando las habilidades de los trabajadores a las nuevas necesidades. Se trata, en suma, que no se genere en España un desplazamiento a la derecha de la curva de Beveridge, la gráfica que ilustra la relación entre el desempleo y la tasa de vacantes, como el que se produjo en la gran recesión (véase Boscá et al, 2017), cuando los trabajadores en paro, muchos de ellos empleados en el sector de la construcción, no encontraban empleo por falta de la cualificación necesaria. Una apuesta más decidida por la educación y la formación continua a trabajadores y empresarios, políticas que eliminen barreras al crecimiento empresarial y a la competencia, y una mejor fiscalidad del empleo, ayudarán en esta transición hacia un mercado laboral más parecido al de la zona euro (Ver Cardoso et al, 2016).

Bibliografía

- Afi (2015): “Digitalización y políticas activas de empleo en España. Caso de Estudio”, Observatorio ADEI.
- Andres, J., y Domenech, R (2015): “En busca de la prosperidad: Los retos de la sociedad española en la economía global del s. XXI”, Deusto.
- Arellano, A. y García, J.R. (2022): “Más contratos indefinidos en mayo, sobre todo entre los jóvenes, y menos temporales de duración indeterminada”, BBVA Research.
- Bentolilla, S., Dolado, J. y Jimeno, J.F. (2020): “Dual Labour Markets Revisited”, Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance, 3, 1-34.
- Bentolilla, S., Izquierdo, M. y Jimeno J.F. (2010): “Negociación colectiva: la gran reforma pendiente”, Papeles de Economía Española nº 124, 176-192.
- Boscá, J.E., Domenech, R., Ferri, J., García J.R. (2017) “Shifts In The Beveridge Curve in Spain and their Macroeconomic Effects”, Revista de Economía Aplicada.
- Cardoso, M., Domenech, R., García, J.R., Sicilia, J., Ulloa, C.A. (2016): “Hacia un mercado de trabajo más eficiente y equitativo”, BBVA Research.
- Cuerpo, C., Geli, F., Herrero, C. (2018): “Some Unpleasant Labor Arithmetics: A Tale of the Spanish 2012 Labor Market Reform”, Aifef.
- Domenech, R. (2021): “La reforma laboral de 2021: una evaluación preliminar”, Cuadernos de información económica, Funcas.
- Doménech, R., García, J. R., & Ulloa, C. (2018). The effects of wage flexibility on activity and employment in Spain. *Journal of Policy Modeling*, 40(6), 1200-1220.
- García, J.R. (2022): “Reforma laboral: seis meses después”, BBVA Research.
- García Pérez, J.I. y Mestres Domènech, J. (2019) “The Impact of the 2012 Spanish Labour Market Reform on Unemployment Inflows and Outflows: a Regression Discontinuity Analysis using Duration Models”, *Hacienda Pública Española / Review of Public Economics*, Nebot, C. Beyaert, A. y García-Solanes, J. (2019) “New insights into the nonlinearity of Okun’s law”, *Economic Modelling*.
- Salas, J. (2019): “Drivers of Spain’s Export Performance and the Role of the Labor Market Reforms”, *IMF Working Paper No. 18/283*.
- Salas J. y Stepayan, A. (2020): “Distributional Implications of Labor Market Reforms: Learning from Spain’s Experience”, *IMF Working Paper*.
- OECD (2013): “The 2012 Labour Market Reform in Spain: a Preliminary Assessment”, OCDE

Jorge Sicilia.

Formó parte del equipo de Afi. Economista jefe del Grupo BBVA y director de BBVA Research. Miembro del Comité Ejecutivo de Fedea

en España y de la Fundef en México. Anteriormente trabajó en el Banco Central Europeo y en el Tribunal de Defensa de la Competencia.

CAMBIOS DEMOGRÁFICOS Y SUS IMPLICACIONES

María Romero

La población juega siempre un papel fundamental en la esfera económica. Como una moneda que tiene cara y cruz, ejerce su papel desde la demanda (de bienes y servicios, que provoca la movilización del tejido productivo, ávido por satisfacer sus necesidades y preferencias), pero también desde la oferta (principalmente, laboral, pues la población en edad de trabajar, al fin y al cabo, constituye otro factor productivo más). A lo largo de los últimos 35 años se han sucedido importantes cambios demográficos en la población española en ambas direcciones, lo que ha tenido sus implicaciones en el devenir de nuestra economía y sociedad.

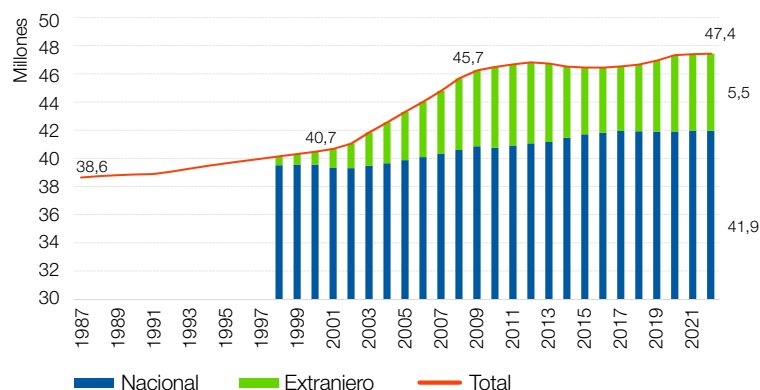
Desde el lado de la demanda, la población española ha pasado de contar con 38 millones de residentes en 1987 a los más de 47 millones en 2022. Un crecimiento de unos 9 millones de personas, que pocos países desarrollados de nuestro entorno cercano han registrado. Aunque en tasa media anual supone crecer a un ritmo del 0,6% cada año, el aumento de la población residente en España se concentró, especialmente, entre el año 2001 y 2007, gracias a los importantes flujos migratorios recibidos. La bonanza económica de nuestro país por aquel entonces no solo ejerció de efecto llamada, sino que la población extranjera que se instaló en

España durante esos años contribuyó de forma decidida a mantener viva esta llama. En apenas seis años, España acogió a casi 5 millones de inmigrantes (ver gráfico), que comenzaron a demandar todo tipo de bienes y servicios, lo que permitió mantener el dinamismo económico de nuestro país hasta el estallido de la gran crisis financiera de 2007.

El papel de la población española desde el punto de vista de la oferta ha sido también relevante. El cambio cultural que supuso la incorporación de la mujer al mercado de trabajo ha sido uno de los más significativos, especialmente, en los primeros años del periodo analizado. La población de nacionalidad extranjera residente en nuestro país también ha supuesto un alivio desde el punto de vista de los recursos humanos disponibles en el mercado de trabajo, en un contexto en el que el crecimiento vegetativo de la población nacional es menguante y en el que cada vez se abandonan más profesiones por parte de la población nacional (especialmente, aquellas que exigen un importante esfuerzo físico y/o presencia física) que son esenciales para nuestra economía.

La otra gran dinámica silenciosa que ha tenido lugar en las tres últimas décadas y que viene cargada de retos para las tres próximas es la

Evolución de la población residente en España según nacionalidad (millones de personas) 1987-2022



Fuente: Afi a través del INE, 2022

longevidad de la población española. Fruto del progreso económico que ha cosechado España en este periodo, la mejora de la esperanza de vida, al nacer y a los 65 años (actualmente, por encima de 80 y 20 años para ambos sexos, respectivamente), es una realidad de la que nos debemos congratular. Según las proyecciones demográficas del INE, los mayores de 65 años en 2070 representarán el 28,6% del total de la población española, cuando hoy suponen el 19,6%¹. O, lo que es lo mismo, la tasa de dependencia² se va casi a duplicar en los próximos 50 años, al pasar del 45% en 2019 a casi el 80% en 2070³. De aquí ya se deduce un primer estrés para el mercado de trabajo y el sector público. En el primer caso, aunque la tasa de actividad crezca en los próximos años, especialmente, entre los mayores (65-74 años), y se retrase la edad efectiva de jubilación (tenemos, necesariamente, que ir haciéndonos a la idea de estar en activo durante más años), nos faltarán manos y, muy probablemente, necesitemos apoyarnos en la tecnología para poder mantener nuestro nivel de vida (los robots irrumpirán en cada vez más escenas de nuestra vida cotidiana). Eso y, por supuesto, ser mucho más productivos de lo que lo somos hoy en día. Sin duda, nuestro talón de Aquiles.

Todo esto implica, necesariamente, un replanteamiento del gasto público y, en especial, de aquel que mira al medio y largo plazo. Si necesitamos trabajadores más productivos en el futuro, el gasto público en educación tendrá necesariamente que crecer. También lo hará, con total seguridad, el gasto en sanidad y cuidados de larga duración, pues una población longeva es igual a una población dependiente⁴. El objetivo del 2% de la Ley de Dependencia que sería necesario hoy en día no se cumple (en estos momentos, apenas cubrimos la mitad). La inquietante tendencia de la población española plantea también importantes retos para las finanzas públicas, pero también para el sector financiero en su conjunto. La longevidad entraña un mayor ahorro⁵ y aversión al riesgo, aptitud que debe tenerse en cuenta en la comercialización de servicios financieros y en la innovación financiera que satisfaga estas necesidades. El impacto sobre el consumo, principal componente del PIB, marcará igualmente el compás de nuestra economía.

1. INE: https://www.ine.es/prensa/pp_2020_2070.pdf

2. Se define como el % que representa la población inactiva de más de 65 años sobre la población con edades comprendidas entre los 20 y 64 años.

3. The 2021 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070): https://ec.europa.eu/info/publications/2021-ageing-report-economic-and-budgetary-projections-eu-member-states-2019-2070_en

4. Afi, Instituto Santalucía: <https://institutosantalucia.es/informe-la-dependencia-en-espana/>

5z. INE: https://www.ine.es/ss/Satellite?blobcol=urldata&blobheader=application%2Fpdf&blobheadname1=Content-Disposition&blobheadvalue1=attachment%3B+filename3D941%2F249%2Fart_197_5.pdf&blobkey=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=941%2F249%2Fart_197_5%2C0.pdf&ssbinary=true

María Romero.

Socia responsable del área de Economía de Afi y profesora de Afi Escuela. Ha desarrollado la totalidad

de su carrera profesional en Afi, formando parte también de las áreas de Banca y de Economía Aplicada.

LAS PENSIONES HACE 35 AÑOS Y LAS PENSIONES HOY

José Antonio Herce

35 años es hoy la carrera media de cotizaciones de los trabajadores que se están jubilando ahora mismo. En muy pocas empresas quedan trabajadores (menos aún trabajadoras) que se jubilen este año con esos 35 cumplidos sin haber cambiado de empresa, aunque algunas hay y se cuenten con los dedos de las manos los casos. A los 66 años de edad y dos meses (la edad legal de jubilación en hoy), la esperanza de vida es de 20 años. La pensión media de jubilación de las nuevas altas del Régimen General (1.532,2 euros en enero-julio, en 14 pagas al año) representa algo por encima del 80% del salario medio de la economía, contra el 50% de 1987. El valor presente (no descontado) de esa misma pensión mantenida durante los 20 años restantes de vida a la edad legal de jubilación actual es, por lo tanto, de 429.016 euros, una riqueza equivalente a 1,66 veces el valor de una vivienda media hoy en España.

El número de pensionistas en 1987 no llegaba a los 5 millones (5,5 millones de pensiones), mientras que hoy es de casi 9 millones (9,9 millones de pensiones). Con 13 millones de afiliados a la Seguridad Social en 1987 frente a los 20,3 millones existentes en la actualidad. Ello deja las ratios de soporte del sistema en 2,6 y en 2,3 afiliados por pensionista, respectivamente.

Desde tan lejanos años como 1987 (en realidad desde inicios de la década de los años ochenta del pasado siglo) los organismos internacionales venían advirtiendo de la crisis de los sistemas de reparto debido a la desproporción de las fórmulas de cálculo ante la creciente escasez relativa de trabajadores (por la contracción de los nacimientos) y el avance incesante de la longevidad. Esta crisis se traduciría en problemas crecientes de recursos para financiar las pensiones y en la introducción de reformas estructurales. En cualquier caso, estos organismos aconsejaban caminar hacia un sistema de tres pilares caracterizado por un sistema público de reparto (la Seguridad Social, o Pilar I), un sistema ocupacional de pensiones de capitalización promovidas por los empleadores (Pilar II) y un sistema de pensiones personales también de capitalización promovidas por entidades financieras y aseguradoras (Pilar III).

En aquellos años surgió también una amplia preocupación por el futuro de la Seguridad Social en los medios académicos. Comenzaron a publicarse informes diversos que proyectaban, de mantenerse las tendencias entonces vigentes, situaciones de grave insuficiencia financiera en los países avanzados. Situaciones que, gracias a estos informes, han ido evitándose en general adoptando cambios de diverso calado.

Así, la edad de jubilación por encima de los 65 años es ya la norma en los países avanzados, en los que la esperanza de vida es mayor, naturalmente. Los 68 años serán realidad en muchos de ellos en la presente década. Esos tres años de diferencia, en las últimas cuatro décadas, equivalen a lo que avanza la esperanza de vida en menos de 15 años. De forma que, a pesar del avance de la edad de jubilación, esta avanza de manera sensiblemente más lenta que lo que lo hace la esperanza de vida.

Suecia y otros países europeos (Polonia, Italia, Grecia e Irlanda) han introducido importantes innovaciones en sus sistemas de Seguridad Social, como cambiar su fórmula de pensiones sin alterar el método financiero del reparto, introduciendo el Sistema de Cuentas Nacionales. Este sistema no es sino la sujeción del sistema de reparto y su fórmula de pensiones a los criterios actuariales de una cuenta individual de pensiones vitalicias obtenidas contra las cotizaciones efectivamente realizadas durante toda la vida laboral, teniendo en cuenta la esperanza de vida restante en el momento de la jubilación de cada trabajador. Este simple procedimiento hace sostenible al sistema por definición. En muchos otros países europeos, en los que no se ha ido tan lejos en materia de cambio estructural, se ha profundizado el modelo de los tres pilares en todos estos años. El resultado es que la Seguridad Social, en general, paga pensiones de jubilación que reemplazan los salarios previos a la jubilación en entre un 30% y 50%.

Contra lo que se esperaba hace 35 años (vid infra), al menos, lo que esperábamos algunos, la Seguridad Social española sigue dominando casi absolutamente el panorama previsional y el modelo de los tres pilares es apenas un vestigio de lo que se observa en otros países. En Holanda, por ejemplo, el Pilar II acumula ahorro previsional a largo plazo equivalente a 2,3 veces el PIB, lo que permite a todos los trabajadores holandeses

obtener pensiones de empleo (obligatorias) que les dan el 70% de su último salario, mientras que la Seguridad Social repone otro 30% de estos salarios.

En algunos países se financian las pensiones públicas con impuestos generales, solución que se propugna frecuentemente para evitar subir las cotizaciones sociales contra el salario ante la escasez anunciada de mano de obra en el futuro (otro mito catastrofista que abunda). Pues bien, en los pocos países en los que se da esta solución, la Seguridad Social ofrece solo pensiones básicas a los trabajadores, incluido Dinamarca. Las Pensiones de Pilar II (de empleo, obligatorias o cuasi-obligatorias) se hacen cargo del resto.

En 1987, justamente, se promulgaba en España la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones. Treinta y cinco años más tarde el balance no puede ser más modesto. Hay 2 millones de cuentas de empleo, que en su mayoría eran internas antes de 1987 y han sido externalizadas. Hay también 7,5 millones de cuentas del sistema individual. Todas ellas dotadas de ahorros insignificantes que apenas totalizan un 10% del PIB (recuérdense el 230% del PIB en Holanda, una proporción veintitrés veces mayor). Treinta y cinco años más tarde, la Previsión Social Complementaria española ha recibido un nuevo impulso que puede hacerla crecer de nuevo con la Ley 12/2022, de 30 de junio, de regulación para el impulso de los planes de pensiones de empleo. Esperemos que dentro de otros 35 años cuando celebremos el septuagésimo aniversario de Analistas Financieros Internacionales las cosas hayan cambiado para bien.

José Antonio Herce.

Fue socio de Afi. Doctor en Economía. Socio fundador de LoRIS (Longevity & Retirement Income Solutions). Experto en longevidad y pensiones,

ha sido docente en la Universidad Complutense de Madrid y dirigió la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA).

ESPAÑA Y LATINOAMÉRICA: UNA INTERNACIONALIZACIÓN

José Juan Ruiz

Cuando hace unas pocas semanas, Emilio me pidió que colaborara en el libro conmemorativo del 35 aniversario de Afi con un artículo sobre las sucesivas fases de las relaciones económicas entre España y Latinoamérica, además de emplazarnos para una comida en septiembre que dolorosamente ya no tendrá lugar, alcancé a mencionarle que en el Real Instituto Elcano acabábamos de actualizar el Índice de Presencia Global y que sus resultados me habían hecho recordar una columna suya aparecida en El País en 2006 bajo el sugestivo título de “España, un “hub” latinoamericano incompleto”.

Para entonces, Emilio ya había reparado que el proceso de intensificación de las relaciones económicas entre España y las repúblicas latinoamericanas comenzaba a dar señales de agotamiento. Los intensos flujos de inversión directa española en la región que habían marcado el periodo 1987-2001 comenzaban a declinar coincidiendo con las crisis finiseculares de Argentina y Brasil, y, lo que era mucho más relevante, porque la narrativa de España como país que había llevado a cabo una transición exitosa desde la dictadura y el atraso a la democracia y la modernidad perdían tracción política y social.

Pese al relato de “España como puente entre Europa y América”, Emilio apuntaba que no haber tenido la audacia – y generado los incentivos-

para hacer de España el hub latinoamericano de las multinacionales y el centro europeo de las multinacionales latinoamericanas amenazaba con que todos acabáramos despilfarrando una gran oportunidad de genuina internacionalización.

En particular, Emilio señalaba la perplejidad que le causaba que la apuesta masiva de las empresas españolas por la región no hubiera venido acompañada de un esfuerzo similar en el campo del conocimiento. Ciertamente, las empresas españolas habían desarrollado capacidades analíticas y acumulado conocimiento sobre la realidad latinoamericana, pero los destinatarios eran sus propios clientes, no las sociedades española o latinoamericana.

La mejor prueba de ello era que, pese a algunas notables excepciones - Cidob, Fride, la Ortega, Salamanca o Elcano - España no contaba con un think tank de referencia internacional sobre la región, pese haber invertido en ella más de 225 mil millones de euros y compartir con ella la historia, el idioma, la cultura y los valores democráticos.

Las crisis políticas, sociales y económicas de uno y otro lado del Atlántico que en sucesión imparable vinieron después fue haciendo la situación aún más compleja. Latinoamérica se deslizó hacia los márgenes del escenario geopolítico global, España se concentró en sus crisis – algunas de ellas

homéricas - y Europa siguió mostrando un apetito muy moderado por una región que definitivamente ni le atrae, ni entiende. Quizás, hasta ni siquiera quiere que se la expliquen.

La imagen que surge del análisis de Presencia Global de Elcano - en el que se mide, mas allá de las magnitudes económicas, otras dimensiones de la presencia internacional de los países como por ejemplo su “soft power” - coincide mucho con los temores de Emilio.

Aunque España consiguió tras su entrada en la UE y en la OTAN alzarse hasta el puesto 13 del ranking mundial de presencia global, en la última década larga no ha hecho mayores progresos.

Y Latinoamérica sigue siendo un agujero negro en la globalización. Salvo México, que logró algo similar a España gracias a su acuerdo de libre comercio con EEUU, la presencia internacional de los grandes países latinoamericanos es marginal: Brasil aparece en el puesto 23 del ranking, México en el 26, Chile en el 37, Argentina en el 46 – y bajando – y Colombia en el 52.

Ni España ni Latinoamérica aprovechamos la oportunidad que surgió de apalancarnos los unos con los otros para aumentar nuestra presencia global.

El futuro no está escrito. Puede ser mucho mejor que el pasado reciente, aunque para ello probablemente lo que necesitamos es, olvidar la retórica, y hacer planteamientos muy pragmáticos.

Es poco probable que al mundo le interese Latinoamérica por sus complejidades y exóticas singularidades. El discurso del Premio Nobel del Gabo es excelente como documento emotivo y generacional, pero la soledad de Latinoamérica persistirá si nos empeñamos en pedir un tiempo que ya no nos pueden dar. No van a invertir tiempo y recursos en entendernos.

Pero sí pueden interesarse en la región si se les convence de que podemos aportar ideas y soluciones a los problemas globales. Emilio tenía nuevamente razón: nuestro futuro conjunto está más en el conocimiento que en los recursos naturales y nuestras ocurrencias.

Nadie puede hablar seriamente de descarbonización sin tener sentados en la mesa a los países que tienen soberanía sobre el Amazonas, el desierto de Atacama o sobre las mayores reservas mundiales de agua dulce, litio o cobre. Nadie puede proponer soluciones a los riesgos de hambrunas globales sin escuchar lo que tienen que decir sobre agricultura sostenible los brasileros, los argentinos, los uruguayos o los paraguayos. Nadie puede hablar de los riesgos de la democracia liberal sin haber seriamente estudiado los delirios populistas y redentorista latinoamericano desde Martí o Bolívar.

Latinoamérica tiene capacidades, experiencias, tecnología y respuestas a los problemas globales de los que el mundo no es consciente. Y no lo es porque no hemos sido capaces de convencernos a nosotros mismos de que para tener peso en la escena global en lugar de hablar de nosotros mismos de lo que tenemos que hablar es de cómo enfrentar los problemas globales que preocupan a todos.

Como bien preveía Emilio, necesitamos ese centro de conocimiento iberoamericano de excelencia internacional. Fundarlo sería el mejor homenaje que podríamos hacer a Emilio. Y nadie duda de que Emilio se lo merece.

José Juan Ruiz.

Formó parte del equipo de Afi. Presidente del Real Instituto Elcano y miembro del Consejo Asesor de Asuntos Económicos de Nadia Calviño. Anteriormente

perteneció al Banco Santander y al Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Es miembro del consejo editorial de Política Exterior, Prisa y Grupo Recoletos.

SISTEMA FINANCIERO

España y el euro: tres décadas de paradojas

Manuel Conthe



Manuel Conthe

Transformaciones de los mercados de renta fija en España

José Manuel Amor



José Manuel Amor

Tres décadas de incertidumbres estratégicas en el sector bancario, tres décadas de grandes transformaciones

Esteban Sánchez



Esteban Sánchez



Aitor Milner

35 años de desarrollo de la industria del seguro en España

Aitor Milner



David Cano



Pablo Mañueco

35 años de inversión colectiva en España

David Cano

Transformaciones en la estructura de financiación empresarial

Pablo Mañueco



The background is a complex, abstract composition of numerous 3D geometric shapes, primarily rectangular prisms and cubes, arranged in a dense, overlapping pattern. The shapes are rendered in a variety of colors, including shades of blue, green, and yellow, set against a vibrant red background. The overall effect is a sense of depth and movement, with the shapes appearing to recede or project from the viewer's perspective. The text 'SISTEMA FINANCIERO' is centered in the upper right quadrant of the image.

SISTEMA FINANCIERO

ESPAÑA Y EL EURO: TRES DÉCADAS DE PARADOJAS

Manuel Conthe

Las tres décadas y media transcurridas desde 1987 han estado marcadas por cambios trascendentales en el sistema monetario español y, en especial, por el tránsito de la peseta al euro.

Tan solo tres años después de que el 1 de enero de 1986 España ingresara en la Comunidad Económica Europea, en junio de 1989 el Gobierno español integró la peseta en el llamado “Mecanismo de Cambio e Intervención” del Sistema Monetario Europeo (SME), y se comprometió a que su tipo de cambio de mercado no se desviara más de un 6% del tipo de central declarado frente al ECU (y, en consecuencia, frente al marco alemán, la verdadera moneda de referencia). Fue una decisión que apoyada con entusiasmo por el gobernador del Banco de España, Mariano Rubio, como mecanismo disciplinante para frenar la euforia y el exceso de gasto público que habían alentado el ingreso en la Comunidad Europea y el “giro social” preconizado por los sindicatos, tuvo el efecto contrario: presionó a la baja los tipos de interés por las incesantes entradas de capital -fue la célebre **“paradoja de Walters”**, el asesor de la Sra. Thatcher, según la cual el SME hacía que las monedas de los países con más inflación fueran las más fuertes-.

El prematuro “espejismo de una unión monetaria”, en expresión del entonces Secretario de Hacienda alemán, Hans Tietmeyer, se desvaneció en el otoño de 1992, cuando la subida de tipos de interés del Bundesbank en respuesta a la reunificación alemana y la indiscreta pero certera constatación por su presidente de que la libra esterlina había entrado ya sobrevaluada en el SME desató unas turbulencias que provocaron la salida de la libra y la lira italiana del SME y, entre septiembre de 1992 y junio de 1993, una fuerte devaluación de la peseta en tres “incómodos plazos” (la cuarta y última devaluación, ya en 1995, fue una mera secuela del “tequilazo” de diciembre de 1994). Se dio entonces una nueva paradoja, que denominé **“paradoja de la flexibilidad”** o de la *Wonderband*: cuando a principios de agosto de 1993 se acordó ampliar al 15% la banda de fluctuación del SME, muchos temieron el fin del proyecto de unión monetaria. La realidad les contradujo: la ampliación de las bandas devolvió la tranquilidad a los mercados de divisas -al acrecentar el riesgo de la especulación y eliminar el “chollo” de las *one-way bets*-, hasta el punto de que esa amplia banda nunca se estrechó y los tipos centrales se convirtieron en los utilizados para fijar en 1999 los de conversión al euro.

España cumplió en 1997 “con alfileres” las condiciones de ingreso en el euro que en febrero de 1992 había fijado el Tratado de Maastricht y algunos lamentaron que con ese ingreso España se echara al cuello la pesada losa del rigor monetario que el Banco Central Europeo (BCE) heredaría del Bundesbank. Se produjo aquí la tercera paradoja (que en ocasiones llamé la **“maldición de Oscar Wilde”**): el deseado ingreso en el euro se cumplió, pero “los dioses nos castigaron” y no produjo la convergencia completa de las tasas de inflación, lo que desató en España un largo período de tipos de interés reales negativos, alentó una grave burbuja, económica e inmobiliaria, y un descomunal déficit en la balanza por cuenta corriente, que alcanzó en 2007 ¡el 10% del PIB!

Esta vez no fue la reunificación alemana, sino el pinchazo de la paralela burbuja inmobiliaria que en EE. UU. habían alentado las hipotecas *subprime*, el detonante de la larga crisis que, iniciada en 2007-2008 y con raíces autóctonas, se prolongó en España y en la zona euro cuando la desconfianza inicial en Grecia y las posteriores dudas sobre la ruptura de la unión monetaria obligaron a crear los mecanismos de rescate financiero que sirvieron de apoyo a Grecia, Irlanda, Portugal y, de forma parcial, España. La crisis no se calmó hasta que en el verano de 2012 el presidente del BCE, Mario Draghi, pronunció su célebre *whatever it takes* en defensa del euro.

La crisis exigió no solo crear esos mecanismos de rescate macroeconómico, sino también que algunos países como España recuperaran su competitividad gracias a un proceso de reducción nominal de costes laborales y precios; y que el BCE asumiera funciones de supervisión financiera y de garante de la estabilidad

financiera de la zona euro. También llevó a que se adoptara el concepto de “resolución” administrativa (es decir, extrajudicial) de entidades de crédito, técnica que en España, que sin usar ese nombre ya se había aplicado a las compañías de seguros mediante la CLEA, y que desembocó en la creación del FROB. La crisis financiera llevó en España a la práctica desaparición de la figura jurídica de las “cajas de ahorro” -varias de ellas se habían convertido, por desgracia, en “bancos públicos” bajo la férula de su correspondiente Gobierno autonómico- y provocó un acelerado proceso de reducción del número de bancos y de oficinas. Ese proceso se vio acelerado en años posteriores por el largo período de tipos de interés nominales negativos con que el BCE trató de combatir el espectro de la deflación y el impacto adverso de la pandemia de COVID que se desató en 2020.

El 35 aniversario de la creación de Afi coincide con la decisión del BCE, iniciada con la subida de tipos de julio de 2022, de poner fin al largo período de tipos de interés ultrabajos: el BCE, aunque haya aceptado también otros objetivos -entre ellos, preservar la unión monetaria- sigue teniendo como objetivo primordial la estabilidad de los precios.

Manuel Conthe.

Fue socio de Afi. Árbitro independiente. Es Técnico Comercial del Estado. Fue director general de Transacciones Exteriores, director general del Tesoro y

Política Financiera, secretario de Estado de Economía, vicepresidente para el Sector Financiero en el Banco Mundial y presidente de la CNMV.

TRANSFORMACIONES DE LOS MERCADOS DE RENTA FIJA EN ESPAÑA

José Manuel Amor

El mercado de renta fija es una de las piedras angulares del sistema financiero¹. El mercado español de renta fija² se sitúa en la actualidad entre los primeros 12 a nivel mundial por tamaño³, pudiéndose afirmar que, además, se encuentra entre los más modernos y eficientes del mundo.

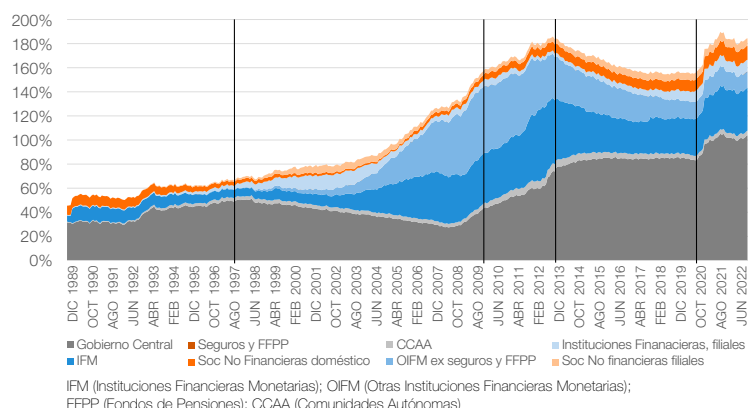
Desde finales de los años 80 el mercado español de renta fija ha experimentado profundas transformaciones. En su tamaño, en su arquitectura institucional, en la diversidad de instrumentos en él emitidos y negociados, en el censo de emisores, en la modernización de la negociación en los mercados secundarios, y en la gestión del endeudamiento que realizan los emisores más relevantes, el primero el Tesoro Público. Esta evolución se ha producido en un entorno de fuertes vaivenes en el valor relativo, o prima de riesgo, de la renta fija española frente a otros mercados de nuestro entorno.

Los vectores que han definido el crecimiento del mercado de renta fija español, la gestión del mercado de deuda pública por parte del Tesoro Público y la creciente desintermediación de la financiación del sector corporativo no financiero, son los tres aspectos que centran este artículo.

El mercado español de renta fija se ha multiplicado por más de 20 veces desde finales de los años 80, alcanzando un saldo vivo de 2,2 billones de euros en 2022. En relación al PIB, el mercado ha pasado de representar un 33% en 1987 a cerca de un 185% en la actualidad. Y si añadimos la deuda formalizada en préstamos de sociedades no financieras, alcanzaría un 300% del PIB.

En este crecimiento fue clave el intenso apalancamiento privado de la década de los 2000. La rápida convergencia a la baja en los tipos de interés reales que trajo la entrada de España en el euro propulsó el crecimiento económico y alimentó un bum inmobiliario sin precedentes, apoyado en la expansión del crédito bancario que, a su vez, era financiado en los mercados de renta fija vía títulos con respaldo hipotecario colocados en su mayor parte entre inversores extranjeros. La Crisis Financiera Global cierra el canal de financiación exterior y obliga a una larga recesión y gradual reducción del apalancamiento privado. Los estabilizadores automáticos y el rescate al sector bancario imprimen a la deuda pública un crecimiento exponencial, que la sitúa en el 100% del PIB ya en 2014 (total valores y préstamos). A partir de entonces, la corrección de excesos

Saldo de valores de deuda formalizados en el mercado doméstico y por filiales de sociedades financieras y no financieras en el extranjero (% del PIB, dic89-jul22)



Fuente: Afii a través de datos de Banco de España, 2022

y un crecimiento sostenido permite reducir el apalancamiento privado, pero la timidez de las reformas y una estructura de ingresos y gastos públicos sub óptima perpetúan un muy elevado endeudamiento y déficit públicos. La COVID-19 trunca la lenta senda de reducción de la deuda privada e imprime otro salto a la deuda pública, que alcanza el 120% en el 2020. La recuperación pospandemia permite iniciar una tímida reducción que, a primer trimestre de 2022, nos sitúa en una ratio del 118% del PIB.

El aumento de la deuda pública obliga al Tesoro Público a una mejora continua de su gestión. Los canjes y recompras de bonos y obligaciones de principios del siglo XXI tuvieron como objeto principal aumentar la liquidez del mercado -fundamental para atraer inversores- vía concentración de su saldo vivo en un número reducido de referencias. La reforma del mercado de Letras del Tesoro se rigió por el mismo patrón. El Tesoro ha adaptado el mercado español de deuda pública a las tendencias más modernas, creando nuevos instrumentos de deuda de forma recurrente para aumentar su atractivo para los inversores (los *strips*⁴ en 1998, los bonos ligados a la inflación en 2014 y el programa de los bonos verdes soberanos en 2021, entre otros). Y durante todo este tiempo, acompañando

la fuerte caída de tipos de interés, el Tesoro ha sido constante en su prudente política de alargamiento de la vida media de la deuda situándola en ocho años a cierre de 2021, con el objeto de reducir el riesgo de refinanciación.

En el segmento de deuda privada no financiera, el proceso de desintermediación financiera ha sido muy lento hasta inicios de la segunda década de este siglo. Las grandes multinacionales utilizan el recurso a la emisión de deuda en valores desde finales de los años 90 -sobre todo vía filiales en el extranjero-, las empresas de pequeña y mediana dimensión concentran aun el grueso de su financiación en préstamos bancarios. En la última década, la confluencia del aumento del censo de empresas con un tamaño suficiente como para emitir valores, y la creación de nuevos segmentos del mercado de renta fija como el MARF⁵, destinado a ellas, han dinamizado la actividad emisora de valores de renta fija entre las sociedades no financieras. Es esta aún, en todo caso, la gran asignatura pendiente en el desarrollo del mercado español de renta fija.

1. En él se produce la desintermediación del ahorro y la inversión, y se fijan los precios y los tipos de interés libres del activo libre de riesgo, la deuda soberana, claves en la determinación del coste de financiación del resto de agentes económicos de un país.

2. Ocupando la cuarta posición en el área euro tras los mercados de renta fija francés, italiano y alemán.

3. Separate Trading of Interest and Principal Securities o instrumentos cupón cero segregados de referencias de bonos y obligaciones con cupones.

4. Mercado Alternativo de Renta Fija, MARF, perteneciente a BME Renta Fija.

José Manuel Amor.

Socio director del área de Mercados de Afii y profesor de Afii Escuela. Autor de varios libros y artículos sobre economía y finanzas.

TRES DÉCADAS DE INCERTIDUMBRES ESTRATÉGICAS EN EL SECTOR BANCARIO, TRES DÉCADAS DE GRANDES TRANSFORMACIONES

Esteban Sánchez

Bien podríamos decir que desde 1987 las transformaciones del sector son consecuencia de una concatenación de episodios de incertidumbres estratégicas cuyos orígenes y efectos solo se perciben desde una perspectiva de largo plazo. Las décadas de los 80-90 sientan las bases de la diversificación geográfica. En 1988 se publica el Real Decreto de expansión de entidades de crédito, que permite la expansión territorial de las cajas de ahorros fuera de su comunidad al tiempo que introduce mayores dosis de competencia. La gran banca, como forma de diversificar sus fuentes de ingresos, pero también como respuesta al potencial incremento de competencia, inicia su propio proceso mirando hacia Latinoamérica. Este periodo no se encuentra exento de impactos macroeconómicos, la crisis del petróleo por la Guerra del Golfo o la de los bonos rusos, origen de quiebras bancarias y operaciones de integración, ni de modificaciones normativas, como la introducción de la normativa de clasificación de carteras y la provisión anticíclica.

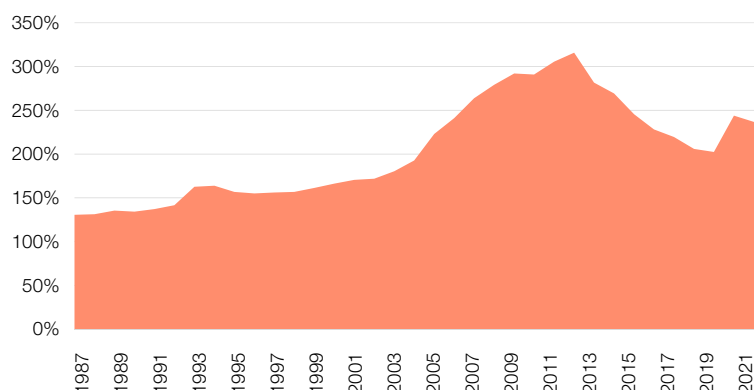
El segundo periodo nos lleva hasta 2007. La creación del euro y la bajada de los tipos de interés como respuesta a la crisis .com y para facilitar la reunificación alemana mejora las condiciones financieras de los préstamos e impulsa una fuerte expansión territorial de las cajas de ahorros. El incremento de competencia emerge con fuerza, favoreciendo un crecimiento

sin precedentes de la inversión crediticia, si bien, incorporando una elevada concentración en el sector inmobiliario. No obstante, dicha expansión, que les permitió superar a los bancos en cuota de mercado, supuso que abandonaran su naturaleza local, incurriendo en un proceso de crecimiento financiado por los mercados mayoristas que bien podría catalogarse como la “bancarización” de las cajas de ahorros. En lo que respecta a la normativa, se mejora el marco prudencial (Basilea II) y se introduce la provisión subestándar en provisión de pérdidas en el sector inmobiliario.

El tercer periodo, entre 2007 y 2019, lo protagoniza la gran crisis financiera y el periodo postcrisis. Las debilidades en recursos propios y liquidez consecuencia de la fase de expansión restan capacidad de resistencia para absorber la pérdida de valor de los préstamos garantizados por activos inmobiliarios por la crisis *subprime*. La Gran Recesión supone, por primera vez en la historia, que sea el propio sistema bancario el origen de una crisis, lo que deriva en su mayor reestructuración. El modelo español de cajas de ahorros prácticamente desaparece, así como todo el crecimiento en créditos de la fase de expansión, y se reduce a menos de la mitad el número de entidades, oficinas y empleados.

Hasta la reestructuración convivieron bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, cada subsegmento con su modelo diferenciado. Tras

Evolución del peso de los activos bancarios sobre el PIB en España (%)



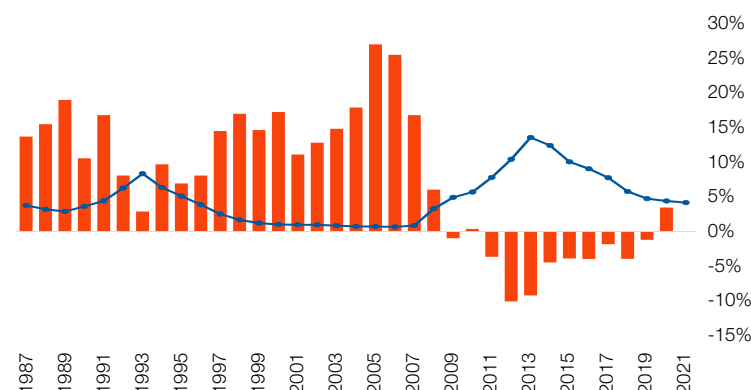
Fuente: Afi a partir de datos de INE y Banco de España, 2022

la reestructuración, el sector se polariza en torno a un modelo de banca nacional, auspiciado por las autoridades, que desarrollan bancos y ex cajas de ahorros, y de banca de proximidad, protagonizado por cooperativas de crédito, bancos especializados y las dos cajas de ahorros supervivientes.

Pero si hay una alteración que determina la configuración actual del sector y el periodo poscrisis es la puesta en marcha de la Unión Bancaria en Europa (noviembre de 2014), como forma de resolver la interrelación entre finanzas públicas, entorno macro y sector bancario. Este periodo es un tsunami normativo en regulación prudencial, recuperación y resolución y protección al consumidor que dejan poco margen de libertad. En esta línea, también surge la normativa de saneamientos sobre la base de la pérdida esperada. Entre los efectos relevantes de la nueva regulación, cabe mencionar el incremento en la calidad y cantidad de los recursos propios y el fortalecimiento de la liquidez. Estos, junto a la posibilidad de una recapitalización interna, incrementan la capacidad de resistencia a episodios de crisis.

En el periodo postcrisis, la banca emerge como el gran consumidor de nuevas tecnologías, impulsa la automatización de los procesos y la transformación de sus profesionales, y transforman el modelo de oficina. Igualmente,

Tasa de crecimiento interanual de la inversión crediticia y ratio de morosidad (%)



*Crédito OSR: Crédito a otros sectores residentes

se consolida como el paradigma del modelo multiproducto.

A pesar de este proceso de fortalecimiento, la mala noticia es que los bajos niveles de actividad económica y de tipos de interés, la competencia en precios y la aparición de las *fintech* no han permitido recuperar los niveles de rentabilidad precrisis.

Pero los periodos de incertidumbres estratégicas continúan con la pandemia de la COVID-19 y la crisis geopolítica por la invasión de Ucrania, cuyos efectos todavía no somos capaces de valorar. Tampoco el futuro se encuentra exento de nuevas incertidumbres: una posible crisis climática, los condicionantes por la longevidad de la población, el desplazamiento de los focos mundiales de influencia, la no recuperación de la reputación o la propia transformación digital.

Bibliografía

Guía del Sistema Financiero Español, Analistas Financieros Internacionales. Ediciones 1ª a 8ª.

Esteban Sánchez.

Socio director del área de Banca de Afi. Doctor en Economía de la Empresa. Ha participado intensamente en el proceso de reestructuración y transformación de la banca

así como en proyectos internacionales. Anteriormente desarrolló su carrera profesional en Barclays y Arthur Andersen.

35 AÑOS DE DESARROLLO DE LA INDUSTRIA DEL SEGURO EN ESPAÑA

Aitor Milner

Hace algo más de 35 años, el 1 de enero de 1986, España ingresó como miembro efectivo de la Unión Europea (UE), lo que contribuyó, sin duda, al desarrollo del sector asegurador. Desde entonces, el sector ha multiplicado por seis su tamaño medido por su cifra de producción de primas, habiéndose casi triplicado su peso relativo sobre el PIB (tasa de penetración), y asume un riesgo asegurador en su balance a cierre de 2021 es 23 veces mayor.

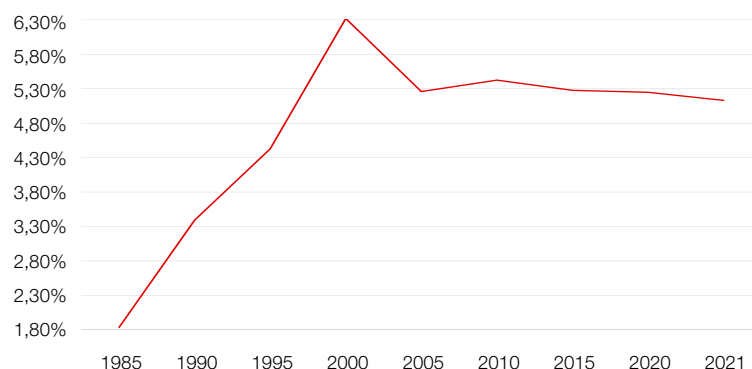
La expansión del sector tiene cierta singularidad si atendemos a las aportaciones con las que contribuyen al mismo cada uno de los dos grandes ramos (Vida y No Vida). Se ha pasado de un papel absolutamente protagonista del ramo de No Vida al inicio del periodo a un crecimiento del ramo de Vida en los últimos 35 años que le lleva a multiplicar su tamaño en términos primas suscritas por 15, equilibrándose el reparto entre ramos Vida y No Vida hasta un 40% y 60% respectivamente a cierre de 2021. Este mayor dinamismo se ha sustentado principalmente en la mejora en la capacidad de ahorro de los españoles, ligada indudablemente al desarrollo económico y aumentos de renta experimentados por el país en estos años. Pero también a un incremento de su cultura financiera y a una mejor gestión del ahorro y, también,

de la percepción del riesgo de mortalidad. El ramo de No Vida, más estrictamente vinculado a la dinámica económica, se ha consolidado como herramienta de mitigación de riesgos, cuadruplicando su volumen de producción en el periodo señalado.

Hace 35 años, el sector seguros era una industria especializada en la protección de daños y bienes, con una cartera de inversiones basada principalmente en inmuebles, efectivo y depósitos. Sin embargo, la cartera de inversiones ha cambiado notablemente debido al crecimiento experimentado por el ramo de Vida, que ha impulsado la inversión en deuda pública y renta fija que garantice unos retornos que permitan atender los compromisos de pasivo adquiridos a medio plazo.

En estos 35 años, hemos asistido también a un proceso paulatino de concentración del sector. La industria ha pasado de contar con 539 entidades, al inicio del periodo analizado, a “solo” 199 entidades activas a cierre de 2021. Tanto el propio proceso de generación de economías de escala en las entidades genuinamente aseguradoras, como el de reordenación bancario, sector que acapara el negocio banco-asegurador han contribuido a ello.

Evolución de la tasa de penetración del sector asegurador en España (primas en relación al PIB)



Fuente: Unespa, INE

Otra de las características del sector en España, mantenido a lo largo de estos 35 años, ha sido su interés contenido en la búsqueda de negocio más allá de nuestras fronteras, así como la de acudir a bolsa en la búsqueda de inversores, siendo únicamente tres las compañías cotizadas a cierre de 2021.

No es menos destacable la robustez financiera de un sector caracterizado por la consideración de elevadas dosis de prudencia en la gestión de riesgos. Globalmente, ha venido aportando unos niveles de rentabilidad elevados y estables, incluso durante las grandes crisis económicas y financieras. En 2021 su ROE se han situado 12,4%, mientras que el resultado de la cuenta técnica ha superado el 10%. El sector consolida esa robustez financiera disponiendo de fondos propios con un volumen 2,4 veces superior a los requerimientos establecidos por Solvencia II.

La industria se ha enfrentado a cambios regulatorios de grueso calibre, tales como los sucesivos cambios normativos de las leyes de ordenación del sector (1985 y 1998), la externalización de compromisos por pensiones y, muy especialmente, la aplicación del nuevo marco de solvencia (Solvencia II) a partir de 2016. En todos los casos el sector

ha manifestado una capacidad notable de adaptación a los distintos cambios y de agilidad en su incorporación en los parámetros de gestión de las compañías.

A la luz de la información anterior, puede señalarse que hoy en día contamos en España con una industria aseguradora solvente, en línea ascendente de crecimiento, rentable, dinámica y que se ha constituido en pieza clave del engranaje financiero nacional. En el futuro más cercano deberá enfrentarse a retos importantes como son la llegada de IFRS17, la consideración en las estructuras de precios y valoración de siniestros de los escenarios derivados del cambio climático y de los enfoques de sostenibilidad, la digitalización, nuevas tipologías de aseguramiento, nuevas perspectivas de longevidad, etc.

Aitor Milner.

Socio director del área de Seguros de Afi. Miembro titular del Instituto de Actuarios Españoles, en el que ha formado parte de su Junta de Gobierno en las dos últimas

legislaturas. También ha pertenecido a Caser, HCEE, PwC, Addactis y KPMG

35 AÑOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA

David Cano

Existe consenso en considerar el tamaño de los mercados de capitales como uno de los principales indicadores del grado de desarrollo de un sistema financiero, pero un análisis en mayor profundidad debe tener en consideración cómo se distribuyen los tenedores de esos activos. Una elevada financiarización (capitalización del mercado bursátil o del mercado de renta fija privada en relación al PIB) es más apropiada si tiene como contrapartida un censo de inversores amplio, diversificado y capilarizado; esto es, cuando incluye a la mayoría de los agentes de un país, entre ellos, las familias.

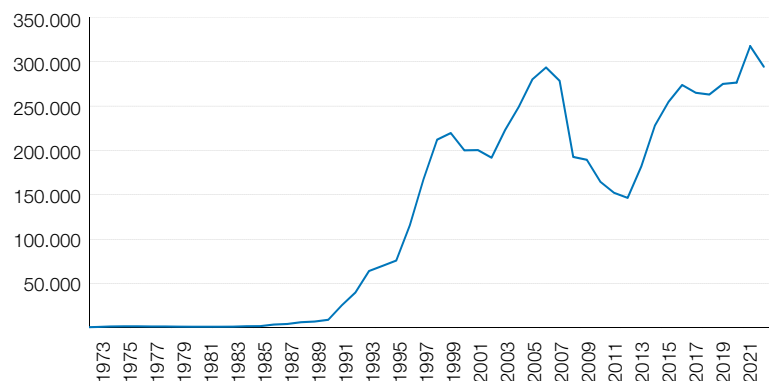
En consecuencia, la inversión colectiva se configura como un parámetro que mide con mayor precisión la evolución de una economía. Sus luces y sus sombras (muchas más de las primeras que de las segundas) a lo largo de los últimos 35 años en España son un reflejo de lo que ha pasado con nuestro sistema financiero y nuestra economía. Aunque no solo durante ese periodo, sino también desde su origen, que fue algo tardío si lo comparamos con otros países europeos y, en especial, con el Reino Unido o EE.UU. La Ley de 15 de julio de 1952 y la constitución de las primeras sociedades de inversión marcaron el punto de arranque. Luego, ya en 1966, nacerían los primeros fondos de

inversión (Nuvofondo, de la gestora Gesfondo, ejerciendo de depositario el Banco Urquijo).

Desde esa fecha, y coincidiendo con la fase expansiva de la economía mundial y española, la inversión colectiva creció de manera muy importante en nuestro país. Ahora bien, no tanto como en el resto de la OCDE, dado el protagonismo diferencial que aquí tiene el inmobiliario en la riqueza de las familias. Tampoco su expansión ha sido lineal, en virtud de las diferentes crisis asociadas a las contracciones del PIB. La primera y más clara, la de 1974–1985, que supuso la caída del 30% del total del patrimonio gestionado.

Desde 1985, y al amparo de la entrada en vigor de la Ley 46/1984, comienza la que definimos como “fase de desarrollo” que coincide prácticamente con la vida de Afi. Esta etapa ha estado caracterizada, además de por el crecimiento del patrimonio bajo gestión, por una transformación en la oferta de fondos, en el perfil de riesgo de los partícipes, en las vías de comercialización y en la lista de sociedades gestoras (SGIIC). Comenzado por estas últimas, las vinculadas con las entidades crediticias mantienen una cuota elevada (del orden del 80%) aunque como con los depósitos o créditos se

**Evolución del patrimonio en fondos de inversión en España
(en miles de millones de EUR)**



Fuente: Inverco

ha concentrado en las tres grandes, que suman una cuota del 30%. Ahora bien, en los puestos altos de la clasificación por patrimonio se incluyen ya entidades internacionales (prácticamente inexistentes hace una década). Las tres más importantes suponen un 30% y si incluimos las 20 mayores (sobre un total de 120 gestoras) representan del orden del 40%.

Este es el reflejo del cambio en la oferta al que nos referíamos antes: la presencia de fondos internacionales, que han arañado cuota a los fondos nacionales. Un aumento de la oferta y una “sofisticación” (renta variable internacional, renta fija de países emergentes, gestión alternativa, etc.) que ha ido pareja al cambio del perfil de riesgo del ahorrador español. Hasta el año 2015 se caracterizaba por su sesgo defensivo, a lo que contribuyeron, además de los fondos monetarios, innovaciones en su momento como los “Fondepósitos” (nacidos en 2012), los “fondos garantizados” (1995) o los “Fondtesoros” (1990). En la actualidad, los fondos internacionales, junto con los “fondos de fondos” son las principales vías para conseguir un perfil de riesgo más elevado que, no obstante, todavía podemos considerar bajo o, como mucho, medio (peso en renta variable del 30%) si lo comparamos con EEUU (donde la ponderación promedio es del 60%).

A una mayor diversificación y nivel de riesgo de la inversión colectiva en España han contribuido también otras palancas desde el lado de la comercialización. Nos referimos a los gestores automatizados (roboadvisors), tanto los independientes como los vinculados a una entidad crediticia (en total, suman diez, con un activo bajo gestión de 2.500 millones de EUR), y a la denominada “Gestión discrecional de carteras” (GDdC), nacida al amparo de las transformaciones provocadas por la entrada en vigor de MIFID II el 3 de enero de 2018. Si a finales de ese año el total de patrimonio en fondos comercializado a través de GDdC era de 66.000 millones de EUR (a través de 572.000 contratos), en marzo de 2022 se elevaba hasta 106.000 millones de EUR (en algo más de 1 millón de contratos). Esta estadística no altera el volumen invertido en fondos (tampoco la de los roboadvisors), pero sí pone de manifiesto la forma más profesional e independiente de comercialización. Si tenemos en cuenta que el 95% de este patrimonio corresponde a clientes minoristas, se constata la importancia de estas transformaciones desde el lado de la oferta.

David Cano.

Socio de Afi y director general de Afi Inversiones Globales, SGIIIC. Cuenta con más de 20 años de experiencia profesional. Coautor de varios artículos y libros

sobre economía y finanzas.. Profesor de Afi Escuela y de otros centros de postgrado.

TRANSFORMACIONES EN LA ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Pablo Mañueco

El crecimiento de la economía española en los últimos 35 años ha venido impulsado por el fuerte desarrollo de su tejido empresarial. Para ello ha sido necesaria la profesionalización, ampliación y diversificación de sus fuentes de financiación. En ese proceso ha jugado un papel relevante la definitiva consolidación de los mercados de acciones y de renta fija, si bien sigue existiendo una fuerte dependencia de la financiación bancaria, casi absoluta en el caso de las pymes, por lo que el crecimiento de otras fuentes de financiación alternativas continúa siendo un reto para nuestro país.

En relación con el mercado de acciones, la capitalización bursátil de la bolsa española ha pasado de apenas superar los cien mil millones de euros a inicios de la década de los noventa a rebasar el billón de euros a partir del año 2006. El crecimiento ha venido explicado por el fuerte aumento del número de empresas cotizadas. Desde 1987 se han listado en los distintos segmentos de la bolsa española más de 300 sociedades, sin incluir SICAV, algunas de ellas resultado de privatizaciones de grandes empresas públicas, concentrándose los mayores volúmenes de colocación en el período 1997-2000). También por las ampliaciones de capital llevadas a cabo y la revalorización de las

cotizaciones hasta 2007. A partir de esa fecha la capitalización total se ha mantenido en niveles cercanos a ese billón de euros, pues las nuevas salidas a bolsa y ampliaciones se han visto compensadas por la caída de las valoraciones bursátiles desde el pico del 2007.

Otro reflejo del proceso de mayor apelación al mercado bursátil es la evolución de la composición del IBEX35, del que han formado parte sesenta compañías distintas. La aparición del mercado alternativo de renta variable (BME Growth) ha tratado de facilitar el acceso a empresas de menor dimensión, habiéndose mostrado atractivo para compañías inmobiliarias orientadas al alquiler (Socimis), que acaparan 80 de las 133 empresas listadas a julio de 2022.

Las empresas españolas también han incrementado de forma significativa la emisión de instrumentos de deuda (bonos y pagarés), como lo atestigua el máximo de 32.000 millones emitido en 2020. Aquí también se ha producido el doble efecto de aumento del número de emisores y del tamaño medio. Incluso las compañías de menor dimensión han encontrado acomodo en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), vigente desde el 2013, y que ha canalizado financiación a través de bonos y

pagarés por importe superior a 15.000 millones, distribuidos entre más de 100 empresas distintas.

Si bien es cierto que la gran empresa española ha experimentado una transformación en su estructura financiera derivada del acceso a los mercados de capitales, también lo es que el tejido empresarial español está dominado por las pequeñas y medianas empresas, sin acceso a los mercados tradicionales de acciones y bonos, por lo que su financiación proviene necesariamente de la banca. El salvo vivo del crédito bancario a empresas (excluido sector construcción y promotor) pasó de no superar los 200.000 millones hasta el cierre del año 2000, a situarse por encima de los 500.000 millones en el período 2008-2012, por encima del nivel registrado a cierre de 2021 (443.151 millones).

El crecimiento del crédito bancario ha impulsado el desarrollo empresarial, pero la alta dependencia de este canal ha constituido un factor de riesgo de la empresa española, que ha sufrido con las sucesivas crisis bancarias, reforzando el mensaje de que todavía existe gran margen de mejora en facilitar a las pymes el acceso a fuentes de financiación alternativas.

Dentro de estas fuentes alternativas, la industria de capital riesgo es una de las que mayor crecimiento ha protagonizado, al amparo de la regulación específica de su actividad, implantada en 1999 y complementada en años posteriores. Así, la inversión de las entidades de capital riesgo ha aumentado en España, desde los 300 millones anuales en promedio en la década de los noventa a los aproximadamente 8.000 millones alcanzados en 2021. El número de empresas invertidas por fondos nacionales e internacionales se ha multiplicado

exponencialmente, incluidas startups en fases incipientes y con perfil tecnológico, como demuestran los récords de inversión en el segmento de venture capital en los últimos años. La aparición de otras fuentes de financiación alternativas, como los fondos de deuda (*direct lending*), ha aportado nuevas posibilidades a las empresas, pero aún siguen teniendo un peso muy reducido en el mercado español.

A todas las fuentes privadas mencionadas deben añadirse las numerosas líneas públicas de financiación existentes a nivel estatal, regional y local, cuya variedad, tamaño y sofisticación también han crecido en estos últimos 35 años. Estas líneas, instrumentadas directamente a las empresas o de forma indirecta (avales o fondeo de intermediarios), han sido especialmente útiles en épocas de deterioro económico, como las puestas en marcha en el contexto de la pandemia.

Pablo Mañueco.

Socio director del área de Corporate de Afi y profesor en Afi Escuela y en programas de postgrado de diversas instituciones. Coautor de numerosos

artículos y libros sobre economía y finanzas.

SECTORES Y EMPRESAS

35 años de empresa en España

Vicente Salas e Ignacio Santillana

La internacionalización de la empresa española

Rafael Myro

35 años de cambios en la estructura sectorial de la economía española

Diego Vizcaíno

Las transformaciones y aportación de la industria turística en España

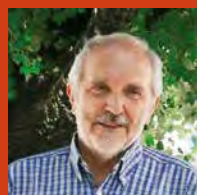
Reyes Maroto Illera

La transformación energética

Arturo Rojas

La transformación en la gestión de riesgos de la empresa

Pablo Guijarro



Vicente Salas



Ignacio Santillana



Rafael Myro



Diego Vizcaíno



Reyes Maroto Illera



Arturo Rojas



Pablo Guijarro

The image features a vibrant red background filled with a dense, overlapping pattern of crosses. The crosses are rendered in two colors: a dark green and a bright red. The green crosses are larger and more prominent, while the red crosses are smaller and interspersed among the green ones. The overall effect is a complex, textured mosaic. In the center of the image, the text "SECTORES Y EMPRESAS" is written in a clean, white, sans-serif font, with "SECTORES Y" on the top line and "EMPRESAS" on the bottom line.

**SECTORES Y
EMPRESAS**

35 AÑOS DE EMPRESA EN ESPAÑA

Vicente Salas e Ignacio Santillana

Analistas Financieros Internacionales inicia su andadura con la entrada de España en la Unión Europea, UE, (efectiva en 1986), y se consolida con el euro. La culminación del mercado único europeo equipara las condiciones de acceso a los mercados de venta y de compra (incluidos los mercados de trabajo y de financiación) de las empresas con sede en España, con las de toda la UE. Un mercado interior europeo abierto al exterior pone a prueba a las empresas españolas con las crisis de 1993 y 2008-2010.

Los resultados cuantitativos del proceso de adaptación y cambio han sido positivos, los cualitativos más discutibles. Los asalariados de las empresas españolas crecen de 5 millones en 1986 hasta 13 millones en 2021. Por otra parte, el número de empresarios -incluidos trabajadores autónomos con asalariados y managers-, crece en la misma proporción. El resultado es que la “productividad” media por empresario (número medio de personas que dirige) se mantiene estable en el periodo, entre 9 y 10. La distribución de tamaños empresariales, sin cambios apreciables en todo el periodo, muestra con dos rasgos distintivos en comparación con la distribución en los países más productivos de la UE. Un mayor volumen de empleo concentrado en las micro y pequeñas

empresas y una mayor dualidad empresarial (elevada diferencia relativa de productividad entre empresas grandes y pequeñas). La convergencia de la distribución de tamaños empresariales a otra más parecida a la de los países más productivos de la UE, contribuiría a la convergencia en productividad, que se ha resistido durante todo el periodo, pero los factores que podían haber contribuido a esa convergencia (competencia, regulación, mejoras de gestión...) no han actuado con suficiente fuerza.

Los cambios en la propiedad, gobierno y gestión de las empresas en España en los treinta y cinco años han sido insuficientes para impulsar un tejido empresarial más productivo. La sociedad de capitales con responsabilidad limitada y accionista de control familiar es la forma jurídica y de propiedad dominante entre las empresas con asalariados. Las empresas de propiedad estatal desaparecen con las privatizaciones de los noventa. La importante inversión directa del exterior durante el periodo, concentrada en determinados sectores y empresas a partir de cierta dimensión, representa casi la mitad de los fondos propios de las sociedades no financieras. La gobernanza de las grandes empresas, cotizadas o no, ha evolucionado de acuerdo con

las pautas marcadas por los códigos de buenas prácticas importados del exterior (Reino Unido, sobre todo). Las cooperativas de trabajadores apenas tienen presencia en el tejido empresarial, aunque Mondragón es un referente mundial en el sector.

La cogestión empresarial extendida en el centro y norte de Europa, con la participación en el gobierno societario de representantes de accionistas y representantes de trabajadores, no ha despertado interés alguno entre las propuestas de reforma corporativa. La organización interna de las empresas ha evolucionado en respuesta a innovaciones como la calidad total y la producción ligera. Sin embargo, en las comparaciones internacionales, la participación y autonomía de los trabajadores en su entorno de trabajo, así como la formación específica que reciben (el llamado capital organizacional) están entre las más bajas de las empresas de los países más productivos de la UE. La divergencia es visible también con el capital conocimiento acumulado a través de inversión empresarial en I+D+i.

La acumulación de intangibles (conocimiento, organización, capital humano específico, tecnologías digitales) marcará el ritmo de desarrollo de la empresa española en los próximos años y, finalmente, la convergencia o no en productividad. La transición desde un pasado en el que la competitividad empresarial depende de la capacidad para acumular activos tangibles, a un presente y futuro donde los activos intangibles toman el relevo de la competitividad. A su vez obliga a cambios en la propiedad y gestión empresarial: más participación y menos jerarquía, más confianza y menos control, más descentralización y más corresponsabilidad.

Desde el exterior, los retos de la sostenibilidad (cambio climático) y la inclusión social (reducir la desigualdad) imponen restricciones, aunque serán menos limitativas para las empresas que se adapten a los nuevos modelos de negocio y gestión y sepan aprovechar los avances tecnológicos, que a las que no lo hagan. Inversores, empresarios y directivos en España se hacen eco de las voces que, desde distintos ámbitos, reclaman un cambio profundo en la relación empresa-sociedad. Con empresas que adoptan una visión de estado en sus decisiones (internalizando externalidades), y estados con más visión empresarial implicados en la creación de riqueza y no solo en su reparto. Las empresas en España afrontan los retos de sostenibilidad e inclusión social del siglo XXI con una brecha de productividad que treinta y cinco años de “europeización” no han conseguido cerrar, lo que les obligará a un mayor esfuerzo de adaptación.

Vicente Salas.

Miembro del Consejo Académico de Añ Escuela. Profesor emérito en la Universidad de Zaragoza. Ha sido miembro del Consejo de Gobierno y de la Comisión Ejecutiva del Banco de España. Ha sido reconocido con el Premio Rey Jaime I de Economía, la Medalla al Mérito Profesional por el Gobierno de Aragón, el Premio Juan Sardá de Economía, la Gran Cruz al Mérito al Servicio de la Economía, la Medalla Basilio Paraiso, y como Doctor Honoris Causa por la Universidad Autónoma de Barcelona.

Ignacio Santillana del Barrio.

Miembro del Consejo Académico de Añ Escuela. Doctor en Economía, ha sido profesor de Economía en la Universidad Autónoma de Madrid. Ha ejercido como presidente del Grupo Santillana, consejero Delegado de Telefónica Internacional, director de operaciones del Grupo Prisa y vicepresidente ejecutivo de GTE (Estados Unidos). Ha sido miembro de los consejos de administración de empresas del Grupo Telefónica, así como de Nokia, Indra y Accenture.

LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

Rafael Myro

Los 35 años de existencia que conmemora Afi en 2022 han sido testigos del desarrollo de una vigorosa ola de globalización y de su posterior paralización a raíz de la crisis financiera iniciada en 2008. España se incorporó a la aludida ola en 1986, con su adhesión a la UE, que abrió su mercado a la competencia internacional, un formidable reto al que las empresas españolas respondieron de forma muy solvente, desplegando una estrategia de internacionalización de gran envergadura, en todos los ámbitos: en el comercial y en el de la inversión exterior directa. En este breve artículo, examino de forma muy sintética sus principales logros.

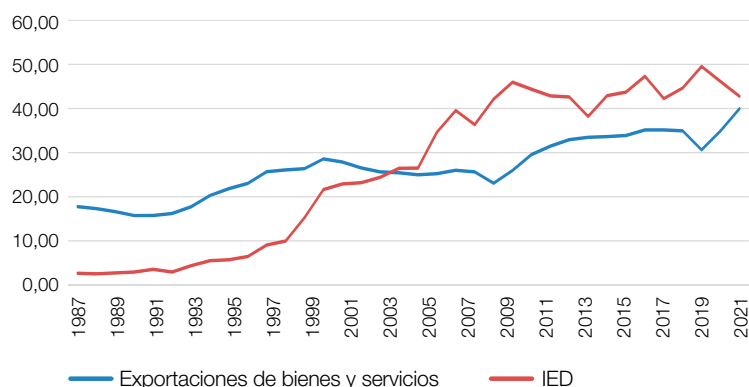
Aprovechando las oportunidades que ofrecían los mercados comunitarios, con el inicio de la década de 1990, las empresas españolas impulsaron las exportaciones dirigidas hacia ellos, especializándose, para insertarse en las cadenas europeas de valor, al tiempo que importaban más y mejores inputs productivos de otros países. Desde entonces, las ventas al exterior han duplicado su peso en el PIB en valores corrientes y constantes, acercándose al 40%, superando con ello ligeramente las cifras que exhiben Francia e Italia, pero aún lejos de las de Alemania. También lo han hecho las compras al exterior, si bien en una medida algo menor.

Este singular cambio no ha estado exento de dificultades, como las sufridas en los primeros años del siglo actual, como consecuencia, tanto del alza de los costes laborales unitarios, como de una excesiva dependencia de la demanda comunitaria, entonces menos dinámica. Aunque su principal protagonista ha sido un nutrido grupo de grandes empresas, la participación de las PYME no ha resultado desdeñable, como refleja el hecho de que hoy se cuente ya con 60.000 exportadores regulares, un 60% más que hace 10 años. Por otra parte, tras la evolución descrita, se oculta una impresionante extensión de redes comerciales de índole internacional, no sólo, ni principalmente, como consecuencia del citado incremento del número de empresas involucradas, sino también debido a la ampliación de los productos exportados por cada una de ellas, así como al creciente número de mercados alcanzados. Además, se trata de redes de una gran resistencia, como bien indica la rápida recuperación del volumen de comercio tras los años centrales de las dos recientes crisis (2009, 2020).

Los efectos económicos de este gran salto exportador han sido muy importantes. En primer lugar, ha favorecido el incremento del tamaño de las empresas comprometidas en el comercio

Exportaciones españolas de bienes y servicios y stock de IED de España en el exterior

Porcentajes sobre el PIB a precios corrientes



Fuente: Eurostat y OCDE

con el exterior, la estabilidad de la evolución de sus ventas, y la transformación de su modelo productivo, impulsando una especialización en bienes y servicios de más calidad, apoyada en mejores inputs intermedios, y en mayores dotaciones de capital humano e innovación. En segundo lugar, ha dibujado con trazo cada vez más fino una estrategia a seguir para las restantes empresas, transfiriéndoles también, directa e indirectamente, con el concurso de servicios públicos y privados, los conocimientos que necesitan para implementarla. Finalmente, y desde una perspectiva macroeconómica, ha contribuido decisivamente a que España cumpla ya 10 años con un saldo positivo del comercio de bienes y servicios, no solo sustentado ya en el turismo, sino también en un moderado déficit en el intercambio de bienes y en el apreciable superávit registrado en servicios no turísticos, sobre todo, los servicios a empresas.

Pero si lo ocurrido en el ámbito del comercio puede calificarse de sobresaliente, lo logrado en materia de inversiones directas en el exterior debe considerarse sin duda sorprendente. Desde 1987 hasta hoy, el stock acumulado de inversiones de España en el exterior ha experimentado un formidable ascenso, pasando del equivalente al 2,6% del PIB en 1987 a cerca

del 44% en 2022 (más de 600 mil millones). Solo Francia supera ese porcentaje, entre las grandes economías europeas.

El ascenso de las inversiones españolas en el exterior, más costoso desde la Gran Recesión, ha sido protagonizado, más aún que el de las exportaciones, por el grupo de empresas de mayor dimensión, pero el volumen de empresas medianas involucradas es también apreciable. No menos de 9.000 empresas españolas cuentan con filiales en el exterior. A través de sus inversiones en una gran diversidad de países (desarrollados principalmente), y sectores (sobre todo de servicios). Estas empresas han aumentado su dimensión y su capacidad competitiva internacional, consiguiendo cifras de rentabilidad elevadas que avalan la acertada orientación de sus estrategias. Además, han construido y extendido cadenas globales de valor, impulsando la exportación de otras empresas.

El proceso de internacionalización de la economía española tan brevemente y parcialmente descrito hasta aquí posee aún un largo recorrido, a juzgar por la fuerza mostrada en los últimos años. Pero no cabe duda de que recibiría un impulso decisivo de una apuesta firme por la innovación, un reto que la sociedad y las empresas españolas tienen aún pendiente.

Rafael Myro.

Miembro del Consejo Académico de Añ Escuela.
Doctor en Economía.
Catedrático de Economía Aplicada y profesor emérito

de la UCM y autor de numerosos libros y artículos sobre la economía española.

35 AÑOS DE CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA SECTORIAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Diego Vizcaíno

Durante los últimos 35 años se han registrado vivos debates sobre las causas y consecuencias de las crisis económicas registradas por nuestro país y, sobre todo, sobre las políticas que en cada momento convenía aplicar para tratar de mitigar sus efectos más adversos. Pero, más allá de las discrepancias que hayan podido aflorar durante este periodo, sí parece existir un consenso sobre la relevancia que tiene para España poder contar con una estructura sectorial diversificada y, sobre todo, cada vez más orientada hacia la generación de valor en actividades industriales y de servicios tecnológicamente avanzadas, intensivas en capital humano cualificado y capaces de posicionarse con éxito en el competitivo entorno internacional.

A la luz de lo que se observa en otras geografías, una composición sectorial con esas características, si bien no supone una garantía total frente a los múltiples shocks que puedan surgir, sí permite afrontar con mayor solidez estos periodos de riesgo e incertidumbre, modular problemas asociados al mercado de trabajo (como la elevada volatilidad del empleo que sufre nuestra economía) y, sobre todo, aspirar a una senda de crecimiento más estable y robusta.

La historia de la economía española durante los últimos 35 años revela cambios significativos

en su estructura sectorial tendentes, en mayor o menor medida, a transformar nuestro patrón de crecimiento. Uno de ellos, común a la mayor parte de las economías desarrolladas, está relacionado con el proceso de reducción del peso de la industria tradicional en favor del sector servicios. En la actualidad, las actividades industriales representan en torno al 16% de la generación de Valor Añadido Bruto (VAB) de nuestro país, mientras que a mediados de los 80 el peso de estas actividades se situaba por encima del 20%. En aquellos años el país debió afrontar un complejo proceso conocido como “reconversión industrial”. Este proceso de modernización estructural, si bien conllevó notables costes que se expresaron en forma de inestabilidad social y política, era imprescindible para mitigar las debilidades endémicas de nuestro tejido empresarial manufacturero. Entre ellas destacaban la insuficiente dotación de capital tecnológico y humano, el escaso posicionamiento en las cadenas globales de valor, o los problemas para aumentar el tamaño de nuestras unidades productivas.

La integración de España en la entonces Comunidad Económica Europea abrió otra etapa. Nuestra economía accedió a un nuevo y prometedor mercado, y fue capaz de iniciar un periodo de atracción de inversiones exteriores,

aprovechar las ventajas que le otorgaban sus menores costes laborales, y relanzar la producción aprovechando el renovado vigor de las exportaciones. No obstante, la crisis económica de principios de los años noventa reveló la persistencia de debilidades como una todavía notable especialización en actividades manufactureras poco complejas, lo que afectó a la producción y al empleo una vez concluido el empuje asociado a los inicios del proceso de adhesión europeo.

Durante la década de los noventa, la composición sectorial de nuestra economía debió afrontar nuevos retos. La irrupción de pujantes competidores industriales y tecnológicos desde Asia, junto con la adhesión de nuevos miembros a la Unión Europea, impulsó un proceso de deslocalización de actividades productivas hacia estos destinos con menores costes laborales. Con todo, España supo nuevamente hacer de la necesidad virtud y aprovechó la mayor estabilidad macroeconómica derivada de la integración en el euro y la mejora en el acceso a la financiación para asentar su crecimiento. Asimismo, la mejora de las infraestructuras de comunicaciones y el avance del capital tecnológico permitieron mejorar el posicionamiento de diversos sectores industriales (componentes de automoción, industria química y farmacéutica, bienes de equipo, etc.). También comenzó a despuntar un incipiente sector de servicios avanzados (ingeniería, consultoría, tecnología, etc.) que ha ido ganando peso desde entonces.

Más adelante, la crisis económica y financiera de 2008 impactó también con especial intensidad en España. El desplome del sector de la construcción, que se había situado como uno de los principales tractores de la economía, desencadenó un efecto arrastre sobre muchas otras actividades industriales y de servicios,

sobre todo de las menos especializadas desde el punto de vista tecnológico y más dependientes de la demanda interna. Ello avivó entre los responsables empresariales la necesidad de salir de nuestras fronteras, y abordar un proceso de internacionalización que, con el paso de los años, ha resultado en una consolidación de un relevante número de empresas exportadoras regulares en España. Asimismo, el impacto que sufrieron las actividades en segmentos con menor contenido innovador ha avivado el interés por nuevos nichos de actividad, como los asociados a la economía digital, donde España ha conseguido situarse entre los países con mayor intensidad emprendedora.

Tras estos 35 años de cambios sectoriales España se encuentra hoy en un momento decisivo. No se trata solo de concluir la recuperación de los efectos derivados de la pandemia, ni de amortiguar los envites que las amenazas derivadas del aumento de la inflación y del complejo escenario geopolítico internacional puedan producir. Donde el país se juega su futuro es en su capacidad para asentar un crecimiento sostenible a medio y largo plazo (superando las dificultades derivadas del envejecimiento de la población y de los efectos derivados del cambio climático) y en reducir los puntos vulnerables que todavía afectan a su estructura económica. Los retos no son pequeños, pero tampoco lo eran en otras fases precedentes de la historia reciente. Centrémonos pues, como diría Emilio Ontiveros, en “renovar la especie”.

Diego Vizcaíno.

Socio director del área de Economía Aplicada de Afi y responsable del Observatorio ADEI, iniciativa de Google para estudiar el desarrollo de la economía digital en

España. Autor de numerosos artículos y estudios sobre economía.

LAS TRANSFORMACIONES Y APORTACIÓN DE LA INDUSTRIA TURÍSTICA EN ESPAÑA

Reyes Maroto Illera

Este 35 Aniversario de Afi es muy especial porque lo celebramos con la ausencia de nuestro fundador – mi querido amigo y admirado Emilio –, para el que solo tengo palabras de gratitud por todo lo que aprendí a su lado. Su capacidad analítica y visión de futuro hacían de Emilio uno de nuestros mejores economistas y siempre planteaba soluciones ante los inciertos acontecimientos que nos han tocado vivir en las dos últimas décadas – una crisis financiera, una pandemia y ahora una guerra -. Para Emilio “la transición energética sostenible y la digitalización de la economía son las claves en las que se basará la recuperación económica del país, sin las que no hay progreso”.

Estas claves son los pilares del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia que constituye una oportunidad extraordinaria para impulsar un programa sin precedentes de inversiones y reformas para un crecimiento económico más sostenible y justo. El Plan contempla inversiones de apoyo para la transformación de sectores productivos clave de nuestra economía y fomentar su resiliencia, modernización y transformación verde y digital, como el sector turístico. Un sector que está demostrando su resistencia tras

haber tenido que afrontar una pandemia sin precedentes, que afectó severamente a toda su cadena de valor. El Plan de Modernización y Competitividad del sector turístico, dotado con 3.400 millones de euros para el periodo 2021-23, tiene como objetivo esencial transformar y modernizar el sector turístico en España a través de la sostenibilidad y la digitalización, aumentando su competitividad y resiliencia. Es en estas palancas en las que tenemos que basar el liderazgo mundial de España como destino turístico. Un plan que incluye un paquete de políticas públicas, que estamos desplegando plenamente desde 2021, en coordinación con las CCAA, los Ayuntamientos y, también, con el ecosistema turístico en cada territorio.

Voy a resumir algunos de los objetivos específicos que persiguen los programas de este plan. En primer lugar, diversificar, desestacionalizar y desconcentrar nuestra oferta turística, invirtiendo para desarrollar nuevos productos turísticos y mejorar las capacidades de los destinos, y así conseguir una oferta diversa y una demanda desestacionalizada para atraer a turistas a nuevos destinos rurales o de interior. En segundo lugar, acelerar la transición digital a

través de la adquisición de nuevas tecnologías digitales para la mejora de la gestión de los destinos y la competitividad de las empresas turísticas. En tercer lugar, financiar proyectos de eficiencia energética y de aplicación de la economía circular, así como proteger los recursos naturales como atractivo turístico. Por último, quiero destacar las inversiones en los territorios extra peninsulares, donde el turismo tiene un peso importante en su economía. La crisis del COVID-19 ha replanteado las prioridades del sector, y acelerado la transformación del turismo hacia un modelo más sostenible, digital y resiliente. Algunas prioridades, incluso, se han reforzado. Por ejemplo, que España sea reconocida como un destino seguro, para lo cual ha sido fundamental el éxito del proceso de vacunación, así como la aprobación de protocolos seguros para toda la cadena de valor del sector y la puesta en marcha del certificado COVID-19 de la Unión Europea. Ahora estamos construyendo las bases para seguir con el liderazgo en las próximas décadas, donde el reto no es crecer “per se”, sino asegurar la calidad, la sostenibilidad y la digitalización, y debo reconocer que la colaboración público-privada, sobre la que ha apostado el gobierno desde el principio, está siendo fundamental. Me gustaría, por último, señalar que el turismo no es solo uno de los pilares fundamentales de la economía y el empleo, es mucho más. Sus beneficios se extienden también a aspectos tan importantes como el intercambio cultural, la calidad del ocio y la propia imagen de España.

Reyes Maroto Illera.

Formó parte del equipo de Afi. Ministra de Industria, Comercio y Turismo del Gobierno de España. Anteriormente formó parte de la Fundación Ideas para el Progreso y de la

Agrupación Eurodiputados Socialistas Españoles. Ha compaginado su carrera profesional con la docencia en la Universidad Carlos III de Madrid.

LA TRANSFORMACIÓN ENERGÉTICA

Arturo Rojas

La transformación del sector energético en los últimos 35 años se ha producido en tres ejes: infraestructuras, regulación y mapa empresarial.

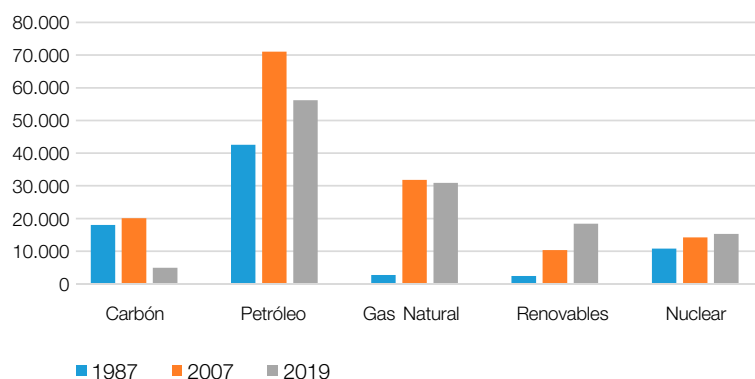
En el primero de ellos, tras finalizar el programa de construcción de centrales nucleares a finales de los años ochenta, la planificación energética se centró en dos fuentes de energía primaria: gas natural y energías renovables. El despliegue de infraestructura gasista en las tres últimas décadas ha sido espectacular y sin paragón en Europa: dos gasoductos submarinos más cuatro nuevas plantas de regasificación de gas natural licuado (GNL), imprescindibles para no depender excesivamente del gas argelino. El acceso a los usuarios requirió además el crecimiento de la red de transporte y distribución gasista que se incrementó desde 14.000 km en 1990, a más de 94.000 km en 2020.

En los años noventa, el gasoducto con Argelia era una osadía de alto riesgo político teniendo en cuenta la guerra civil que sufría el país magrebí. El diagnóstico de que la necesidad de divisas era una prioridad absoluta para los argelinos de cualquier bando resultó correcto. Igualmente acertadas se ha evidenciado la construcción de las plantas de regasificación, instalaciones no pocas veces cuestionadas por

su baja utilización y por el coste que supone para los consumidores su retribución fija al margen de su uso (pago por disponibilidad). Gracias a estas inversiones, España es el país europeo con el suministro de gas más diversificado.

La accesibilidad garantizada al gas natural hizo posible la inversión masiva en centrales eléctricas de ciclo combinado para la producción eléctrica, nada menos que 26.250 MW, un 23% de la potencia instalada actual. El respaldo de los ciclos combinados ha sido clave en la apuesta por las energías renovables, que ha hecho de España una referencia internacional en la incorporación a la red de transporte de un alto componente de electricidad eólica y solar. La aportación de las energías renovables ha permitido reducir nuestra dependencia de los combustibles fósiles desde el 82,9% en 1987 hasta el 74,1% en 2019. A pesar de este esfuerzo, todavía estamos por encima del 71,5% de dependencia media de la UE-27. Las energías renovables han contribuido también a la reducción de gases de efecto invernadero. Desde el pico de emisiones netas en 2007 (+61,1% superiores a las del año 1990), hemos reducido las emisiones hasta situarlas en 2019 en un 8,9% superiores a 1990.

Consumo energía primaria España (Ktep)



Fuente: Ministerio para la Transición Ecológica

Los cambios en la regulación han sido otro de los factores transformadores del sector energético, con la liberalización de las actividades energéticas que pueden desarrollarse en competencia. En 1994, la Ley de ordenación del Sistema Eléctrico Nacional establece la separación jurídica de actividades e inicia la liberalización de aquellas que no son un monopolio natural (transporte y distribución). Este proceso culminará en 2009 con el acceso libre y no discriminatorio de terceros a las redes de gas y electricidad. La puesta en marcha del mercado eléctrico en 1998 marca un antes y un después en la historia del sector. Cabe recordar que el “pool” eléctrico arrancó con un exceso de oferta de energía que hizo temer que las compañías no fueran capaces de recuperar las inversiones llevadas a cabo en un entorno de no competencia. Se establecieron entonces los denominados “Costes de Transición a la Competencia” como mecanismo de retribución complementario al precio de mercado en caso de que este quedara por debajo de 36 €/MWh. En 2006 se consideró oportuno suprimir los CTC dada la distorsión que generaban en las ofertas y que el precio medio del mercado en 2005 superó los 50 €/MWh.

Otro hito del período ha sido la creación del Mercado Ibérico de la Energía Eléctrica, operativo desde el 1 julio de 2007, que culminó el Protocolo firmado en 2001 entre España y Portugal, y que supuso el segundo mercado transnacional europeo tras Nord Pool (2002). En la UE, 27 países tienen sus sistemas eléctricos conectados en la fijación de precios por un único algoritmo basado en precios marginales. Si no fuera por las restricciones físicas que imponen las limitadas conexiones eléctricas transfronterizas sería realidad el mercado único de la electricidad.

La transformación del mapa empresarial ha sido el tercer vector de cambio de los sectores gasista y eléctrico. De un censo de empresas regionales, incluso provinciales, que operaban hace 35 años en régimen de monopolio, hemos pasado a cuatro grupos integrados verticalmente (Endesa, EDP, Iberdrola, Naturgy) y más de 700 empresas comercializadoras de electricidad y 320 comercializadoras de gas.

Como conclusión, la crisis energética derivada de la invasión de Ucrania ha puesto de manifiesto la importancia de no depender de una única fuente de suministro ni una única tecnología. Frente a la vulnerabilidad de Alemania, con el gas ruso, y de Francia, con un parque nuclear envejecido, España ha sabido compensar su aislamiento geográfico con las virtudes de la diversificación, concepto este clave en finanzas y también en seguridad energética.

Arturo Rojas.

Socio del área de Corporate de Afi y profesor de Afi Escuela. Especialista en el sector de la energía. Autor de numerosos artículos y libros sobre economía y finanzas.

LA TRANSFORMACIÓN EN LA GESTIÓN DE RIESGOS DE LA EMPRESA

Pablo Guijarro

Uno de los ámbitos de la empresa en los que se ha producido un cambio más profundo es el correspondiente a la gestión de riesgos. Los departamentos financieros han convivido con una dificultad creciente en el tratamiento de la volatilidad de las variables financieras, fruto de una combinación de factores externos y factores propios. En relación con los factores externos cabe destacar sin duda alguna la desaparición de las monedas de los países que integran el Área euro, y el creciente peso de las monedas emergentes en la escena internacional. Los datos del Banco Internacional de Pagos (BIS) son, en este sentido, clarificadores de la tendencia global que se ha producido, y a la que la empresa española no ha sido ajena. Desde la introducción del euro, el peso de las transacciones en monedas de países desarrollados ha caído ocho puntos porcentuales, relevancia que ha sido absorbida, en particular, por el yuan chino, y también por las monedas de Latinoamérica.

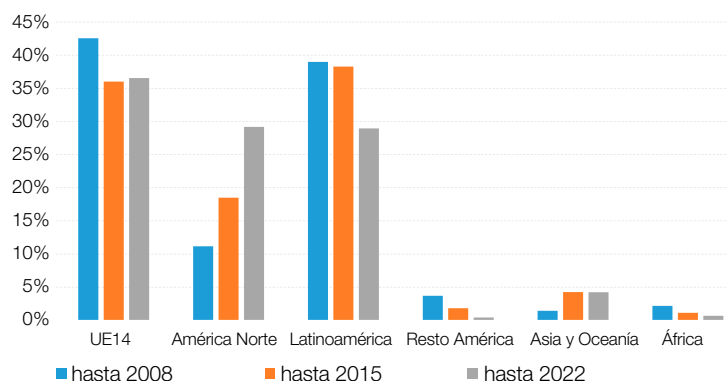
Desde el punto de vista de los factores internos de la empresa subrayamos la paulatina diversificación geográfica, tanto de las exportaciones como de la inversión extranjera directa. Es cierto que el principal destino de las exportaciones españolas sigue siendo la Unión Europea, con más de un 60% de peso

sobre el total de las transacciones que registra España con el exterior. No obstante, a lo largo de las últimas décadas los mercados de África (6%), y especialmente de Asia (9,5%), han ganado importancia de forma significativa, hasta situarse prácticamente en el mismo nivel que los mercados de América (10%).

En relación con los flujos de inversión, la clásica presencia en Latinoamérica y en los países del entorno europeo se ha visto modificada en la última década con un marcado protagonismo de los flujos de inversión hacia América del Norte, que ya representan el 30% del total de la inversión anual realizada por empresas, al mismo nivel que América del Sur.

Este proceso, a través de los diferentes factores que han intervenido en él, expone a la empresa a una creciente complejidad en el campo de la gestión de riesgos, no solo comerciales, sino también financieros. El posicionamiento actual de la empresa española se traduce en la realización de operaciones comerciales y de inversión en múltiples divisas y referencias de tipos de interés, circunstancia que provoca un aumento de la inestabilidad de los resultados y del valor de los activos.

Distribución de los flujos de inversión bruta anual de la empresa española en el exterior



Fuente: Ministerio de Industria, Comercio y Turismo: GlobalInVex (Datos de inversión española en el exterior)

Como consecuencia, se ha registrado un aumento de la demanda de instrumentos de cobertura, contratados no solo a través de entidades financieras tradicionales, sino también a través de nuevos operadores financieros y entidades de medios de pago, fiel reflejo de la paulatina desintermediación de los servicios financieros que ha protagonizado la economía española.

En este sentido, el análisis de las estadísticas del BIS para la economía española pone de relieve que el volumen anual negociado de derivados en el mercado de divisas por parte de las empresas se sitúa prácticamente en el 100% de nuestro PIB, lo que se traduce en un crecimiento superior al 10% acumulativo anual en este registro si lo comparamos con el vigente al inicio de la década de 1990. En esta evolución resulta reseñable el hecho de que no se ha traducido en la incorporación de herramientas complejas por parte de las empresas, puesto que los clásicos seguros de cambio siguen representando el 70% de las coberturas contratadas. Esta tendencia se haya influida de manera singular por los cambios normativos que se han venido sucediendo en el marco contable de las empresas. Pero al mismo tiempo, también es sinónimo de una cultura del riesgo muy centrada en actuaciones mitigantes,

especialmente importante en entornos de inestabilidad, y alejada de la búsqueda de resultados extraordinarios.

Sin embargo, el uso predominante, y en muchos casos intensivo, de instrumentos derivados es una señal del camino que aún queda por recorrer en este ámbito. Y es que la mayor orientación a modelos basados en la inversión en el extranjero no puede obviar el papel que la financiación juega en la gestión del riesgo. En este punto se observa aún un manifiesto sesgo a la contratación de deuda en euros, que conlleva la pérdida del efecto atenuante que juega una estructura de financiación diversificada.

Será, pues, tarea de los próximos años, la consolidación de este desarrollo, con la promoción de estructuras más racionales que contribuyan a la continuidad y sostenimiento de esta expansión en el tiempo, y que limiten los sobresaltos derivados de una orientación global como la que, de forma progresiva, está construyendo la empresa española.

Bibliografía

Banco de España Ministerio de Industria, Comercio y Turismo: GlobalInVex (Datos de inversión española en el exterior)

BIS: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-Counter (OTC) Derivatives markets

Pablo Guijarro.

Socio del área de Corporate de Afi. Profesor en diversos programas de Afi Escuela. Autor de artículos y libros sobre economía y finanzas.

INSTITUCIONES Y REGULACIÓN

La respuesta regulatoria a la disrupción tecnológica

Fernando Restoy



Fernando Restoy



Rodrigo Buenaventura

Tendencias de la regulación y la supervisión de los mercados de valores

Rodrigo Buenaventura



Francisco José Valero



Alfonso García Mora

Los grandes ejes de la transformación financiera de la UE

Francisco José Valero



Esther Badiola

De la reconstrucción de Europa, al consenso de Washington y a la lucha contra el cambio climático

Alfonso García Mora

Efecto perspectiva: tres décadas de cooperación internacional y sostenibilidad global

Esther Badiola



INSTITUCIONES Y REGULACIÓN

LA RESPUESTA REGULATORIA A LA DISRUPCIÓN TECNOLÓGICA

Fernando Restoy

Introducción

No es una exageración señalar que la innovación tecnológica producida desde el comienzo del siglo actual puede estar ejerciendo una transformación de la industria financiera de una profundidad sin precedentes.

Los avances, en gran parte relacionados con el tratamiento eficiente de volúmenes masivos de información, han propiciado cambios sustanciales en la operativa de las entidades financieras, la aparición de nuevos productos y servicios y la emergencia de nuevos jugadores en el mercado capaces de competir con las entidades tradicionales.

Todo ello ha ocasionado beneficios sociales ya evidentes, como la ganancia de eficiencia en la prestación de los servicios financieros, la ampliación del conjunto de oportunidad de inversores y usuarios y el aumento de la competencia. Sin embargo, la transformación producida no contribuye por sí misma a la estabilidad financiera, la protección de los consumidores o la integridad del mercado. Por el contrario, cada uno de los elementos que caracterizan esa transformación genera

riesgos específicos a los que la regulación debe hacer frente mediante los cambios normativos que resulten precisos.

Los retos regulatorios

La utilización masiva de la tecnología por las entidades financieras, a menudo proporcionada por proveedores externos, aumenta sensiblemente los riesgos operacionales de los bancos. Ello ha obligado a revisar las normas vigentes en este ámbito en varios sentidos. Primero, ampliando su alcance -desde bancos o compañías de seguro al resto de los proveedores de servicios financieros regulados-; segundo, introduciendo nuevos requisitos regulatorios -como la definición de umbrales de tolerancia para discontinuidades operativas o los ejercicios de resistencia-; y, tercero, reforzando los controles sobre la dependencia de proveedores externos. En este último apartado la comunidad internacional debe todavía establecer un régimen regulatorio y supervisor eficaz para los grandes proveedores de servicios críticos (como el acceso a la “nube”) para las entidades financieras¹.

En lo que respecta a los nuevos productos, en los últimos años el desarrollo de tecnologías

como los libros de registro descentralizados o digitalizados (*DLT*) han proliferado distintos tipos de cripto-activos. Una variante de estos son las monedas estables (*stablecoins*). Estos instrumentos prometen mantener un valor fijo con la moneda de curso legal, lo que propicia su utilización como medio de pago. La tecnología ha favorecido también la aparición de aplicaciones de finanzas descentralizadas (*DeFi*) a través de las que actividades financieras convencionales (como el crédito, el depósito o la creación de mercado) pueden tener lugar a través de protocolos de ejecución automática (*smart contracts*) que no requieren la intervención de intermediarios.

Lo cierto es que, a pesar del prometedor papel que las tecnologías *DLT* pueden desempeñar en el futuro, de momento el mundo *cripto-DeFi* se ha convertido en una maquinaria que, lejos de favorecer la canalización de flujos financieros hacia la economía real, se ha centrado en facilitar la inversión (predominantemente especulativa) en los nuevos activos digitales de una forma opaca para el regulador. Dados los riesgos en términos de protección del consumidor, integridad del mercado y estabilidad financiera, resulta preciso el desarrollo de regulación eficaz para hacerles frente. El reto esencial es buscar fórmulas que permitan, en un entorno descentralizado, asegurar la trazabilidad de las operaciones, la identificación de sus beneficiarios y, en definitiva, los sujetos que deben ser obligados por la regulación.

A corto plazo, la actuación reguladora que, posiblemente, resulta más urgente es la que afecta a las *stablecoins*, al conllevar estos riesgos especialmente relevantes derivados de una eventual incapacidad de sus promotores

para preservar la convertibilidad a la par con la moneda oficial. Solo la introducción de regulación -similar a la que deben satisfacer las entidades de depósito o las entidades de dinero electrónico- puede paliar estos riesgos².

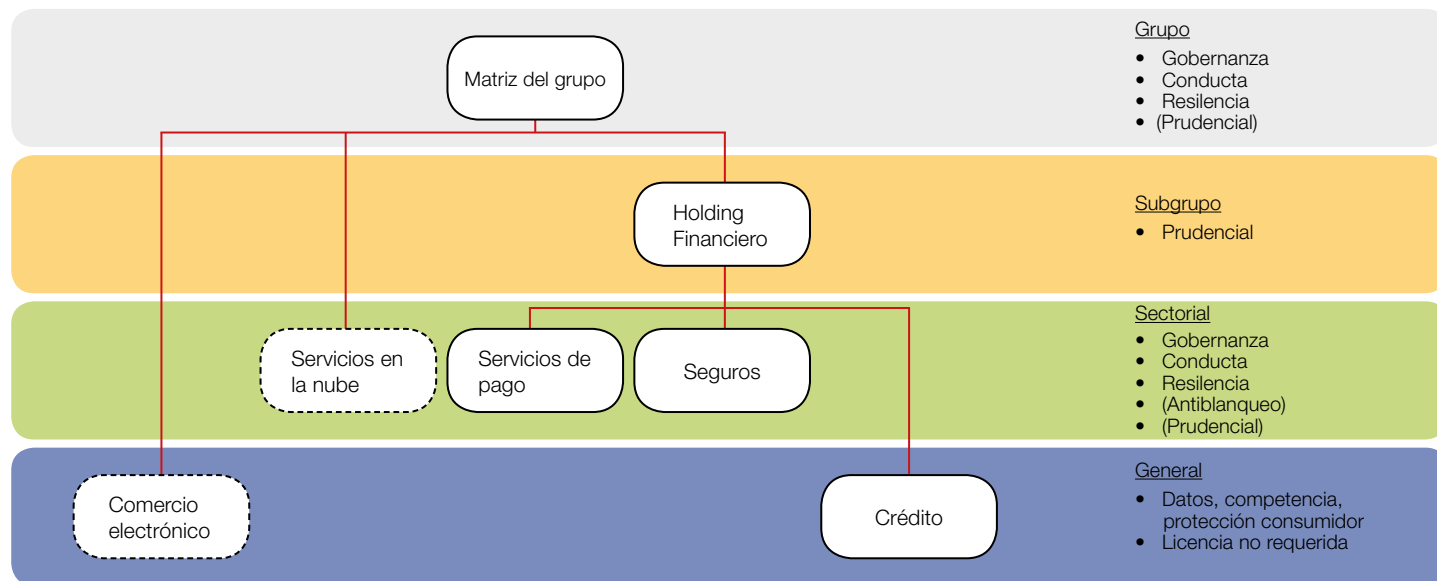
Finalmente, el tercer elemento que caracteriza el proceso de digitalización de la industria financiera es la aparición de nuevos proveedores de servicios. De especial relevancia son las grandes plataformas tecnológicas (*big tech*) que ofrecen una pluralidad creciente de servicios financieros (pagos, seguros, crédito...) en paralelo a los no financieros (comercio electrónico, comunicaciones, nube...). Las transacciones realizadas con la diversidad de productos ofrecidos generan información que permite ampliar y ajustar la oferta relevante a cada cliente. Ello crea valor para las entidades y sus clientes, pero también riesgos en ámbitos como la protección de datos, la competencia y la continuidad operativa, que podrían llegar a alcanzar una dimensión sistémica si no se establece la regulación apropiada.

La regulación de las *big techs*

En la actualidad, la provisión de servicios financieros por parte de las distintas filiales de las *big tech* está sometida a la regulación sectorial correspondiente. Sin embargo, no disponemos de un marco regulatorio que recoja directamente la singularidad del modelo de negocio del grupo en su conjunto y los riesgos que genera la combinación de los diversos servicios que prestan a través de las distintas filiales³.

Esta deficiencia del marco normativo actual podría solventarse mediante dos enfoques regulatorios específicos para las

Propuesta de estructura regulatoria para *big techs*



Fuente: Ehrentraud, Evans, Monteil y Restoy (2022)

*big tech*⁴. El primero es la segregación, que perseguiría minimizar los riesgos derivados de las interdependencias intragrupo entre las actividades financieras y no financieras mediante la agrupación de las actividades financieras en subgrupos (holdings) regulados y la imposición de reglas específicas de delimitación como, por ejemplo, la prohibición del intercambio de determinados datos de clientes entre estos holdings y el resto del grupo *big tech*. Un enfoque alternativo a la *segregación* es la *inclusión*, que consistiría en crear una nueva categoría regulatoria para las *big tech* con actividades financieras significativas. Ello permitiría introducir requisitos regulatorios para el grupo en su conjunto, incluida la empresa matriz. Estos requisitos no tendrían en general un enfoque estrictamente prudencial basado en exigencias mínimas de capital y liquidez, pero introducirían controles que permitirían controlar los riesgos derivados de las dependencias intragrupo entre las filiales financieras y no financieras. Así, la regulación impondría

obligaciones, principalmente en el ámbito de la gobernanza, la conducta de mercado y la resiliencia operativa a nivel de grupo, que complementaría el resto de la regulación vigente (ver ilustración).

Si bien el enfoque de *segregación* es posiblemente más simple y directo, el enfoque de *inclusión* constituye una opción más refinada para abordar los riesgos específicos asociados con el modelo comercial de las *big tech* que son activas en el mercado de servicios financieros. En cualquier caso, existe una clara necesidad de que la comunidad reguladora internacional desarrolle directrices en esta materia.

Comentario final

A menudo se presenta la capacidad de innovación que desarrolla la iniciativa privada y su efecto positivo sobre el bienestar social como argumento para minimizar la intervención pública en la economía. En el caso de la industria financiera, tan evidente es que la innovación puede generar beneficios sociales significativos como que estos solo se materializan si la regulación es capaz de hacer frente a los nuevos retos que provoca. En palabras de Emilio Ontiveros⁵:

La tecnología, la digitalización creciente y el manejo inteligente de los datos pueden contribuir a mejorar la eficiencia del sistema económico, pero también a generar efectos no deseables socialmente. Para neutralizarlos han de estar atentos los gobiernos y los propios ciudadanos. El progreso tecnológico ha de ser compatible con el crecimiento inclusivo. Y si no es así, fallan los gobiernos.

1. J Prenio and F Restoy: "Safeguarding operational resilience: the macroprudential perspective", FSI briefs No 17, agosto 2022.

2. Esta es la opción contenida en la propuesta regulatoria de la Comisión Europea para "Markets in crypto-assets (MICA)". En EEUU, una comisión presidencial compuesta por el Tesoro y los reguladores ha propuesto al Congreso que emita legislación exigiendo la condición de entidades de depósito (bancos comerciales) a todos los emisores autorizados de stablecoins.

3. Restoy: "Fintech regulation: How to achieve a level playing field", FSI Occasional Paper No 17, febrero 2021.

4. Ehrentraud, J, J Evans, A, Monteil y F Restoy, "Big tech regulation: in search of a new framework", FSI Occasional Paper no 20, septiembre 2022.

5. Emilio Ontiveros, entrevista en Ethic. 10 agosto 2018.

Fernando Restoy.

Presidente del Instituto de Estabilidad Financiera. Anteriormente ha sido subgobernador del Banco de España, así como vicepresidente de la CNMV y

asesor económico y jefe de la Sección de Instrumentación de la Política Monetaria del Instituto Monetario Europeo en Frankfurt.

TENDENCIAS DE LA REGULACIÓN Y LA SUPERVISIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

Rodrigo Buenaventura

El bienio 1987-1988, coincidente con el nacimiento de Afi, fue el *big-bang* en los mercados de valores españoles. A la desmaterialización de los títulos valores se sumó la nueva Ley del Mercado de Valores, el nacimiento de la CNMV como órgano autónomo de supervisión y la fundación de Analistas Financieros Internacionales (Afi), en el momento en el que el mercado español se abría a las finanzas internacionales. Desde entonces, la regulación y la supervisión de los mercados financieros ha experimentado muchas y profundas transformaciones, algunas de ellas derivadas de las crisis financieras que en estas tres décadas han acontecido. Esas transformaciones se pueden sintetizar en varias tendencias.

La primera de ellas es la renuncia a la autorregulación. España y la UE, tras la crisis de 2008, se apartaron de la idea de autorregulación de la industria y adoptaron un modelo de regulación positiva pública. Esto, que hoy consideramos obvio, no lo es tanto observando lo que ocurre en otras geografías.

La segunda tendencia viene determinada por la internacionalización, la homogeneización y la armonización. Estas, se observa en la

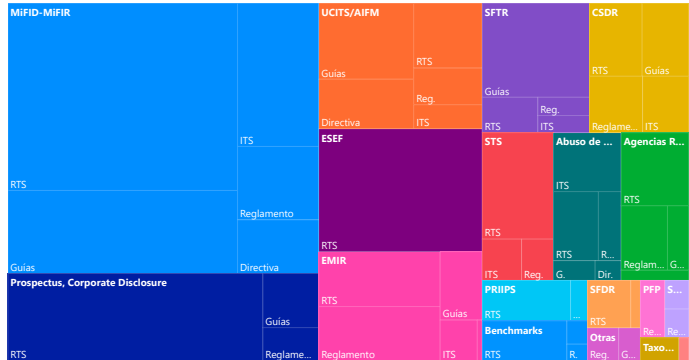
convergencia de estándares impulsada por IOSCO y en la armonización, centralización y coordinación de supervisión que ha supuesto ESMA a escala europea, desde 2011.

En materia legislativa, más del 80% de las normas provienen directamente del diario oficial de la UE. Desde la óptica de la supervisión, la cooperación de las autoridades supervisoras nacionales es cada vez más intensa, estrecha y prolija. Pocas son las decisiones relevantes que se toman en las capitales nacionales sin que haya una coordinación mediante equipos de trabajo conjuntos, una opinión o un liderazgo de ESMA.

La tercera es el incremento de la participación pública en la elaboración de la normativa. Los procesos de consulta pública, la transparencia, las explicaciones de las opciones tomadas por el regulador y la profundidad del análisis de costes y beneficios de cada una, han aumentado en las últimas décadas. La normativa se hace hoy con mucha mayor participación y conocimiento del público, escuchando las posiciones y opiniones de los partícipes de la industria.

La cuarta tendencia se asienta en la digitalización y la sofisticación de la supervisión.

Dimensión de la normativa europea de mercado de valores a partir de 2008 (número de páginas)



Fuente: CNMV

Esta, a la zaga de la del sector supervisado, permite que los medios dedicados a esta tarea sean radicalmente distintos a los que teníamos en ese bienio fundacional. Los desarrollos tecnológicos y la digitalización de los canales de comunicación, han sido la otra gran transformación. La información regulada se recibe y se publica instantáneamente y el acceso por el público es más fácil, barato y directo. El inversor está mejor informado, a menor coste y con menor retraso que nunca.

El inmediato acceso a menor coste que permite la digitalización no solo afecta a la información al inversor sino también a las propias bases del mercado de valores. En los próximos años asistiremos a una continua desintermediación financiera ligado al desarrollo de determinadas tecnologías que permitirá una relación más estrecha entre oferta y demanda, ampliando la base del mercado con nuevos inversores y emisores y modificando la propia función del supervisor.

El tono regulatorio, en todo caso, ha sido pendular, alternando épocas de desregulación, donde la prioridad era facilitar el desarrollo y crecimiento de los mercados con costes bajos de cumplimiento, con otras de re-regulación,

La infografía recoge la normativa europea más importante que afecta a los mercados de valores emitida principalmente por la UE y ESMA y aquella específica emitida por EBA y EIOPA. Los datos graficados corresponden al número de páginas aproximadas del diario oficial de cada uno de los instrumentos normativos (versión en inglés) contando las versiones más actuales de la normativa que a lo largo del periodo 2008-2023 ha sufrido modificaciones.

- MIFID-MIFIR ● Prospectus, Corporate Disclosure ● UCITS/AIFM ● ESEF ● EMIR
- SFTR ● CSDR ● STS ● Abuso de Mercado ● Agencias Rating ● PRIIPS
- Benchmarks ● SFDR ● Otras ● PFP ● Short Selling ● Taxonomía ● EEAP

como la que siguió a la gran crisis financiera. Pero hoy la regulación se ha vuelto mucho más compleja, prolija e interconectada en estos 35 años. Alguien que en 1987 quisiera conocer la normativa sobre mercados de valores y derivados en España debía leer 300 páginas. Hoy, contando solo la normativa europea post-crisis (ver infografía) se recopilan más de 8000 páginas en ese mismo ámbito, donde abundan normas de desarrollo (RTS/ITS) y Guías de ESMA. La profesión de cumplimiento normativo, que antes no existían, son hoy un destino y un mundo profesional en sí mismo.

Tendemos a pensar que el pasado fue glorioso e intenso, y lo ha sido en estos 35 años en los que Afi, bajo el liderazgo del añorado Emilio Ontiveros, fue acompañando estos cambios. Pero el futuro de los mercados de capitales, al que él ponía tanto empeño y conocimiento, no es menos apasionante.

Rodrigo Buenaventura.

Fue socio de Afi. Presidente de la CNMV, miembro del Comité Ejecutivo y de la Junta de Supervisores de la ESMA, presidente del MISC, presidente del

IPISC, presidente del STF de IOSCO. Anteriormente desempeñó varios cargos tanto en ESMA, como en la propia CNMV.

LOS GRANDES EJES DE LA TRANSFORMACIÓN FINANCIERA DE LA UE

Francisco José Valero

En conmemoración del 35 aniversario de Analistas Financieros Internacionales (Afi), exponemos en este capítulo los tres grandes ejes de la transformación financiera de la Unión Europea (UE), resaltando sus nuevas entidades, que han acompañado la historia de la empresa; los dos primeros han nacido dentro de ella, mientras que el tercero cobró un decisivo impulso en este período.

Eje	Base Jurídica	Entidades Incorporadas
Euro (unión monetaria)	Tratado de la UE (1992)	Banco Central Europeo (BCE) (autoridad monetaria)
Unión Bancaria (UB)	Reglamentos 1024/2013 y 806/2014	BCE (supervisor bancario) Junta Única de Resolución (JUR)
Servicios financieros y movimientos de capitales	Acta Única Europea (1986)	Junta Europea de Riesgo Sistémico Autoridad Bancaria Europea Autoridad Europea de Valores y Mercados Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación

Sin entrar en detalles, los dos primeros surgen de la respuesta a varias crisis, cambiarias y financieras, que mostraron la capacidad de la UE de adaptarse a las alteraciones de su entorno. El tercero forma parte del mercado único europeo y también se vio influido por dichas crisis. Podría decirse que el segundo pertenece también al mercado único, pero existen diferencias de alcance y de grado que lo diferencian del último.

El primero y tercero de estos ejes tienen una incidencia que va más allá de las fronteras de la UE y la de la Unión Bancaria (UB) excede de su ámbito inicial. Todas las entidades mencionadas en el cuadro tienen un mandato de estabilidad financiera

Euro

El euro es la moneda oficial de la UE, pero sólo de aquellos de sus Estados miembros que la han incorporado como tal, actualmente 19, el área euro, con la pretensión de que en un futuro lo sean todos. Por eso, los Estados miembros que no han incorporado el euro están acogidos a una excepción.

El euro ha traído consigo la incorporación del BCE como autoridad monetaria común al área euro desde el 1 de enero de 1999, del cual no nos ocupamos específicamente aquí. Además, la evolución del euro ha requerido dos instituciones informales, pero reguladas, para su área:

- Eurogrupo, protocolo 14 del Tratado de funcionamiento de la UE, paralelo al Consejo ECOFIN de la UE, creado a finales de 1997.
- Cumbre del Euro, paralela al Consejo Europeo, Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, firmado en Bruselas el 2 de marzo de 2012.

Como mecanismo permanente para la gestión de crisis en el área, se creó en marzo de 2011 el Mecanismo Europeo de Estabilidad.

La influencia del euro no se limita a la UE:

- Los territorios de ultramar, que no pertenecen a la UE, no forman parte del ámbito del euro cuando su Estado miembro sí lo hace. Sin embargo, dos de los franceses usan el euro como moneda al amparo expreso de la normativa UE.
- Cuatro mini-estados europeos también utilizan el euro como moneda oficial al amparo de sus respectivos convenios monetarios con la UE.

Unión Bancaria

La UB, compuesta de:

- Mecanismo Único de Supervisión, a cargo del BCE desde finales de 2014 y las autoridades supervisoras nacionales, y
- Mecanismo Único de Resolución, a cargo de la JUR y las autoridades de resolución nacionales, que entró en funcionamiento el 1 de enero de 2015,

nació para los países del área euro, pero no se limita a éstos desde octubre de 2020, cuando se incorporaron Bulgaria y Croacia como consecuencia de su cooperación estrecha con el BCE. Croacia se incorporará el euro el 1 de enero de 2023, y cuando lo haga Bulgaria la UB volvería a coincidir con el área euro, pero ambos ámbitos no tienen por qué ser iguales.

La UB introdujo al BCE en la autorización y la supervisión de las entidades de crédito en su ámbito, que hasta entonces correspondían enteramente a sus autoridades nacionales, sin que éstas dejen de participar en dichas tareas. El BCE autoriza las nuevas entidades y supervisa directamente las entidades de crédito significativas

y aquellas otras sobre las cuales decida ejercer por sí mismo directamente todos los poderes pertinentes. En el campo de la resolución, la JUR asume ambos tipos de entidades de crédito, pero también otros grupos transfronterizos.

Dentro de su ámbito, la UB tiene consecuencias relevantes en términos de las autoridades competentes en materia de autorización, supervisión y resolución de las entidades de crédito.

Servicios financieros y movimientos de capitales

Movimientos de capitales y servicios financieros (banca, valores y mercados, y seguros y fondos de pensiones) están presentes desde el inicio de la anterior Comunidad Europea en 1958. En su ámbito se han producido las innovaciones institucionales señaladas en el cuadro a finales de 2010.

Ambos aspectos forman parte del contenido del mercado único europeo, por lo que se extienden a todo el Espacio Económico Europeo (EEE), compuesto por tres países además de los Estados miembros de la UE: Islandia, Noruega y Liechtenstein.

Como consecuencia, la normativa básica de los distintos servicios financieros, en particular por lo que se refiere a la autorización, supervisión y resolución de entidades, es, en principio, común a todos los Estados miembros de la UE y del EEE, pero sin olvidar lo señalado al final del apartado anterior respecto a la UB y las entidades de crédito.

Francisco José Valero.

Fundador de Afi junto a Emilio Ontiveros y Ángel Berges. Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la UAM. Es autor de numerosos

libros y publicaciones sobre economía y finanzas.

DE LA RECONSTRUCCIÓN DE EUROPA, AL CONSENSO DE WASHINGTON Y A LA LUCHA CONTRA EL CAMBIO CLIMÁTICO

Alfonso García Mora

Como muchas instituciones, y especialmente aquellas de carácter internacional, su origen y naturaleza es el resultado del contexto existente cuando fueron creadas, y su evolución está condicionada por el cambio en las tendencias globales.

Por ello, y aunque hoy pueda resultar paradójico, no sorprende que la creación del Banco Mundial y del FMI en el verano de 1944 estuviera precedida por una propuesta de 1942 en la que no se hacía mención alguna al desarrollo, siendo la “reconstrucción” el elemento fundamental. Y así fue el caso durante sus primeros años de andadura.

La relevancia de los organismos durante las décadas de los cincuenta y sesenta se centró en la reconstrucción de Europa, y el acompañamiento de las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs) a los países en desarrollo que comenzaban a remover barreras económicas e institucionales para impulsar el crecimiento de sus economías, muchas de ellas recientemente independizadas. La financiación de proyectos de infraestructura básica era claramente una prioridad. En 1956, la Corporación Financiera Internacional (IFC) fue creada con el objetivo

explícito acompañar los procesos de reforma y financiación del sector público con inversiones en un incipiente sector privado.

Tras la crisis de los años setenta, se produjo un brusco cambio en el papel de las IFIs, con una creciente presencia del FMI y del Banco Mundial en el diseño de políticas económicas que permitieran la estabilización de unas economías que se habían visto fuertemente afectadas por el incremento de los precios de la energía, con importantes desequilibrios en las balanzas de pagos y fiscales. Así, bajo el denominado “Consenso de Washington” comenzó un periodo en el que las IFIs se centraron en respaldar ajustes estructurales y sectoriales que permitieran restablecer el crecimiento económico sostenido. El cambio de paradigma económico dio lugar a la transición de un modelo de crecimiento liderado por el sector público a otro con mayor presencia del sector privado, donde el sector público pasaba a ser el garante de la estabilidad económica y de marcos regulatorios adecuados, focalizando las políticas activas en solventar los denominados “fallos de mercado”.

En los noventa, el proceso de globalización e integración de los mercados de bienes,

servicios y capitales, especialmente materializado en la reducción de barreras al comercio y a la inversión internacional, dio lugar a un histórico cambio en la composición de los flujos de financiación externa en países en desarrollo, y como consecuencia de ello a un nuevo cambio en el foco de las IFIs.

La atracción de un elevado volumen de flujos de capital generó importantes efectos positivos en economías que hasta entonces habían estado ajenas a procesos de innovación y desarrollo que la entrada de capital y prácticas de gestión internacionales generaba. Este proceso dio lugar a un énfasis mucho mayor de las IFIs (y particularmente del Grupo Banco Mundial) en la introducción de marcos de actuación que permitieran alinear las políticas y salvaguardas medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés), a las mejores prácticas internacionales. Esta actividad ha pasado a ser un elemento clave en la “adicionalidad no financiera” que las inversiones de las IFIs generan en las economías en desarrollo, ya sea en el sector público, o en empresas privadas.

Junto a ello, la necesidad de garantizar que el crecimiento no generara mayores desigualdades sociales dio lugar a un mayor énfasis en políticas e inversiones que garantizaran una mayor inclusión -financiera, económica y social, con un gran énfasis en género-, así como en políticas que permitieran una mejor redistribución de la renta. Por ello, en 2013 el Grupo Banco Mundial introdujo los denominados “objetivos gemelos”: “eliminar la pobreza extrema” (que siempre había sido el objetivo del Banco) “y potenciar la prosperidad compartida”.

Más recientemente, y aunque muchos estudios y científicos alertaran de ello hace ya varias décadas, el espectacular y acelerado deterioro del medioambiente ha generado un nuevo punto de inflexión en la focalización de las IFIs. El carácter global e intersectorial de la crisis provocada por el cambio climático es evidente, y como tal es complicado pensar que las políticas, inversiones y actuaciones necesarias para mitigar su impacto, y adaptar las economías y sectores productivos, puedan llevarse a cabo sin un esquema de coordinación multilateral.

Durante las últimas siete décadas, las IFIs han demostrado su capacidad para responder a cambios en los paradigmas económicos y las tendencias globales. Hoy en día, el crecimiento de los movimientos migratorios entre países y regiones, la reciente pandemia, la acuciante crisis climática y la degradación medioambiental han puesto de manifiesto la necesidad de articular actuaciones globales que permitan mitigar su impacto, especialmente en aquellos segmentos de la población más vulnerables. Para ello, las IFIs deben seguir jugando un papel clave, siendo incluso más relevante que en décadas anteriores, no solo por el componente inter-temporal, inter-sectorial e inter-regional de muchos de estos retos, que requieren políticas estructurales de largo plazo, sino porque se trata de problemas colectivos que difícilmente pueden ser solucionados de forma individual.

Alfonso García Mora.

Fue socio de Afi. Doctor en Economía. Vicepresidente para Europa, América Latina y el Caribe de International Finance Corporation (Grupo Banco Mundial). Es autor de

numerosas publicaciones sobre economía y finanzas.

EFFECTO PERSPECTIVA: TRES DÉCADAS DE COOPERACIÓN INTERNACIONAL Y SOSTENIBILIDAD GLOBAL

Esther Badiola

En 1987 se acuñó, por primera vez, el término “efecto perspectiva”. Capturaba la profunda emoción, la experiencia casi mística, que sobrecogía a los astronautas al observar la Tierra en órbita o desde la superficie lunar. Tan pequeña, tan aislada y frágil, girando en suspensión en un inmenso universo. Desde allí no se ven fronteras ni la división y conflictos que tan a menudo generan. Al contrario, desde el espacio estas diferencias parecen perder intensidad y emerge con fuerza el sentimiento de pertenencia a una única comunidad global, la necesidad de proteger ese bello y delicado planeta azul que sostiene la vida, milagrosamente en equilibrio gracias a su finísima atmósfera. Es la perspectiva que ofrecen estas más de tres décadas desde la fundación de Afi, la que permite observar el avance en ambas dimensiones: cooperación internacional y sostenibilidad global.

En estos últimos 35 años, los distintos modelos de organización económica y social que surgieron después de que se sentaran las bases para la cooperación internacional en los acuerdos e instituciones multilaterales negociadas en Bretton Woods (1944) han ido prosperando y dando sus frutos. Este multilateralismo, apertura y entendimiento entre

un creciente número de países facilitó largos periodos de paz y estabilidad y el crecimiento del comercio global y de desarrollo económico a niveles sin precedentes. El final de la “Guerra Fría”, con la caída del muro de Berlín a finales de 1989 como imagen histórica, aceleró de forma notable ese proceso. La incorporación de nuevos países a la escena y al comercio internacional, facilitó la reducción de los costes del transporte de mercancías, mientras que la digitalización, la sociedad del conocimiento e innovación y la comunicación, apoyadas en políticas liberalizadoras y desreguladoras, impulsaron el intercambio de capital y servicios, la conectividad de las economías, y su desarrollo y crecimiento económico de acuerdo a sus capacidades. Así, recientemente, UNCTAD confirmaba el máximo de todos los tiempos en el comercio mundial, US\$ 7.700 billones en el primer trimestre del 2022.

Este crecimiento y prosperidad, sin embargo, no ha favorecido a todos los países ni a todos sus ciudadanos de manera equitativa. La crisis financiera iniciada en Estados Unidos en 2008, y que derivó en la crisis económica global más profunda desde la Gran Depresión de 1929, ha sido probablemente el punto de inflexión a décadas de cooperación e



Efecto Perspectiva

Fuente: NASA, s.f.

integración internacional. La desigualdad e inseguridad, y el descontento de muchos ciudadanos con el impacto directo de esta crisis, incrementado por los efectos de la pandemia COVID-19, y actualmente por las consecuencias de la guerra en Ucrania, están amenazando con revertir lo avanzado en estos 35 años al favorecer políticas proteccionistas, nacionalismos crecientes y discursos populistas. Son síntomas de agotamiento y fragilidad de los modelos económicos y sociales, que alertan sobre tiempos convulsos para la cooperación internacional, el progreso mundial y las instituciones multilaterales creadas al efecto.

Frente a la deriva en cooperación internacional y multilateralismo, la agenda de sostenibilidad global muestra, sin embargo, un avance sostenido en los últimos años. Desde que en 1987 se firmara el Acuerdo de Montreal para proteger la capa de ozono y se constataran la limitación y fragilidad de los sistemas que protegen la vida en la Tierra, la preocupación por el cambio climático y la degradación medioambiental ha ido escalando puestos en la agenda política global. Así, en el seno de Naciones Unidas se celebró en 1992 la primera Cumbre de la Tierra, se adoptó el Protocolo de Kyoto en 1997 por el que 192 países se

comprometían a reducir sus emisiones de gases de efecto invernadero, y así se han seguido negociando y alcanzando importantes acuerdos internacionales a nivel político. Probablemente fue en 2015 con la adopción, por un lado, del acuerdo de París de mantener el calentamiento global por debajo de los 2°C y, por otro, de los Objetivos de Desarrollo Sostenible 2030, cuando mayor compromiso político se alcanzó a nivel global. Sin embargo, pese al riesgo que la subida de temperaturas y la conservación medioambiental suponen para la estabilidad y prosperidad mundial, la velocidad de acción y toma de decisiones concretas ha sido y continúa siendo demasiado lenta, los mecanismos acordados difíciles de ejecutar y de cumplir. Pese al esforzado liderazgo de la Unión Europea con su ambicioso Pacto Verde, la gran preocupación hoy, es que la agenda de desarrollo sostenible, incluyendo la lucha contra el cambio climático, se pueda ver arrastrada por las dificultades crecientes en cooperación internacional y multilateralismo.

Como escribió el muy añorado socio fundador de Afi, Emilio Ontiveros en su libro *Excesos*, “el mundo vuelve a complicarnos la existencia”. La esperanza es que de este presente desasosegante surjan los cambios necesarios para reformar instituciones y sociedades y que lo mucho recorrido reavive el entendimiento internacional y catalice las urgentes soluciones globales para frenar el deterioro medioambiental y el cambio climático.

Esther Badiola.

Formó parte del equipo de Afi. Especialista en cambio climático del BEI, donde ha liderado la primera ronda de Implementación de Acción Climática. Posteriormente

trabajó en alianzas internacionales en la sede del BEI en Washington DC. Ha colaborado en el último informe del IPCC.

35 COLABORACIONES PARA 35 AÑOS

TECNOLOGÍA

35 años de evolución tecnológica
Borja Foncillas



Borja Foncillas

Los datos como frontera de la digitalización bancaria
Álvaro Martín Enríquez



Álvaro Martín Enríquez



The image features a dense, overlapping collage of various electronic and technological components. The items include numerous microchips of different shapes and sizes, some with intricate circuit patterns. There are also several satellite components, including what appear to be antenna arrays and sensor packages, some with small satellite-like bodies. The components are scattered across a vibrant red background, creating a sense of a vast, interconnected technological landscape. The word "TECNOLOGÍA" is prominently displayed in the center in a bold, white, sans-serif font.

TECNOLOGÍA

35 AÑOS DE EVOLUCIÓN TECNOLÓGICA

Borja Foncillas

Estos últimos 35 años han dado mucho de sí en cuanto a la evolución tecnológica. La ley de Moore, que predijo en los años 60 una evolución exponencial de la capacidad de cómputo; combinada con la ley de Metcalfe, que indica que el valor de una red de telecomunicaciones aumenta proporcionalmente al cuadrado del número de usuarios del sistema, nos han traído formidables avances tecnológicos. En algunos casos derivados de la ley anterior, que han transformado de forma definitiva el panorama competitivo de toda nuestra economía y, particularmente, la industria de servicios financieros.

Más allá de los efectos de la aceleración digital y las economías de red, estos últimos años han dado lugar a otra serie de evoluciones que están transformando drásticamente nuestro panorama competitivo, económico y social.

No cabe duda de que el evento tecnológico de mayor relevancia en estos últimos 35 años es la introducción de Internet en los años 90. Desde entonces, la humanidad dispone de una infraestructura de comunicación y provisión de servicios universal, estandarizada y de muy bajo coste. Sin embargo, se habla menos de otro hecho que ha facilitado de forma sobresaliente

la estandarización de comunicaciones entre sistemas de información heterogéneos: las API. Estas API permiten que servicios de diferentes propietarios se comuniquen a través de un único lenguaje universal y comúnmente aceptado (JSON), con un modelo de seguridad igualmente estandarizado (OAuth), siendo una suerte de esperanto tecnológico seguro.

Por otra parte, ha sido especialmente beneficioso el paradigma de computación en la nube, que permite a cualquier individuo o empresa alquilar infraestructura o servicios tecnológicos en un modelo de pago por uso. Desde que Amazon lanzó sus primeros servicios de nube en 2006, cualquier emprendedor con un plan de negocio digital puede desarrollarlo, entrenarlo y mejorarlo por una fracción del coste requerido en la época pre-nube.

Adicionalmente, se ha producido una eclosión de tecnologías (muchas de ellas gratuitas) relacionadas con el procesamiento de grandes volúmenes de información, así como el entrenamiento y ejecución de modelos de aprendizaje automático. La combinación de ambas capacidades ha alumbrado un renacimiento de la inteligencia artificial, que ha inundado todos los campos de la investigación,

la empresa y el día a día de las personas. Las empresas son, cada vez más, grandes procesadores de información que compiten, principalmente, por conocer mejor a su cliente y maximizar su espacio de atención a través de la tecnología.

Nos encontramos hoy, además, en un momento de incipiente desarrollo de otras nuevas tecnologías que sugieren cambios dramáticos por el potencial de cambio que encierran.

Las tecnologías de cadenas de bloques atisban la posibilidad de una red universal que permita, de forma nativa, la creación e intercambio de activos financieros de forma segura, y ligarlos a cualquier tipo de activo on-line. Este concepto, a veces acuñado Web3, está íntimamente ligado a las criptodivisas, las organizaciones autónomas descentralizadas y, en particular, las finanzas descentralizadas (DeFi).

La computación cuántica, por otra parte, nos trae la promesa de aumentar en cientos de órdenes de magnitud la capacidad de proceso de la informática clásica. De llevarse a la práctica, esta tecnología supondría un magnífico avance en cuanto a capacidades de simulación, que se emplean en áreas tan beneficiosas como la biotecnología o la biomedicina, y en otras más mundanas y lucrativas como el trading y los servicios de inversión. Como contraparte, esta misma tecnología haría vulnerables los principios sobre los que, a día de hoy, basamos la seguridad de nuestros individuos, empresas y gobiernos.

La evolución de la inteligencia artificial continúa siendo vertiginosa y seguimos asistiendo al anuncio de nuevos hitos en cuanto a conducción autónoma, generación de conversaciones que

superan el test de Turing, generación automática de imágenes a partir de conceptos concretos o abstractos, o la creación de humanoides y robots de todo propósito. Estos avances aportan, cada vez más, argumentos a aquellos científicos que proclaman la eventual llegada de la singularidad.

Por último, el desarrollo de interfaces entre hombre y máquina sigue desarrollándose de forma notable. Alrededor del 90% de los habitantes del planeta disponen de un teléfono inteligente, una extensión de su persona que les conecta con Internet a través de la vista y el oído. Esta conexión se está mejorando a través de dispositivos como gafas inteligentes, que auguran una inmersión sensorial en entornos virtuales (metaversos). Más audaz es la misión de compañías como Neuralink, que ambiciona crear una conexión directa entre computadores y el cerebro humano.

A la luz de la situación actual, no cabe duda de que los siguientes 35 años a los que hoy celebramos en Afi van a ser los más transformadores de nuestra historia. La combinación de la inteligencia artificial, el aumento de capacidad computacional y la mejora de las interfaces entre hombre y máquina abren la puerta a escenarios que pondrán a prueba las bases que vertebran nuestra sociedad y, por qué no decirlo, que delimitan nuestra realidad.

Borja Foncillas.

Presidente y consejero delegado de Afi. Socio director de su área de Soluciones Digitales. Ingeniero en Informática. Es consultor, director académico

y docente en el ámbito de la innovación, digitalización y prestación de servicios tecnológicos para el sector financiero.

LOS DATOS COMO FRONTERA DE LA DIGITALIZACIÓN BANCARIA

Álvaro Martín Enríquez

Los viejos del lugar relataban cómo el informe diario de mercados se llamó coloquialmente y durante años “el fax”, porque ese era el medio por el que se enviaba el documento a los clientes de Afi a finales de los años 80. Esta anécdota sirve para ilustrar lo mucho que ha evolucionado la banca española en los últimos lustros, hasta hacer posible la interacción digital desde cualquier dispositivo y con acceso a cuanta información se precise en cada momento.

La digitalización del sector financiero es un proceso de transformación largo y complejo, que pese a los muy notables avances sigue todavía en una etapa temprana en lo que respecta al aprovechamiento de los datos. Este valioso activo está directamente relacionado con el carácter informacional de la intermediación bancaria. Desde el conocimiento del cliente y su historial de pago para determinar si es merecedor de crédito o identificar posibles conductas delictivas, hasta la gestión de las transacciones como apuntes contables que se liquidan electrónicamente, la actividad financiera se sustenta fundamentalmente en datos que fluyen por sistemas informáticos.

Como en tantos otros ámbitos, la regulación ha sido uno de los catalizadores silenciosos

en el mayor y mejor uso de los datos por parte del sector financiero. Por un lado, el marco prudencial y sobre todo desde la gran crisis financiera de 2008, ha reconocido la importancia del gobierno y la calidad de los datos como elementos fundamentales para una buena gestión del riesgo y para proporcionar información fiable a reguladores y tomadores de decisiones. Por otro, la normativa de protección de datos ha evolucionado para garantizar derechos individuales en un entorno de tratamientos cada vez más masivos y ubicuos de nuestra información. En una siguiente oleada veremos cómo los ámbitos de riesgo operativo y aquellos relacionados con la equidad (fairness) de los modelos analíticos seguirán perfilando el uso legítimo de los datos que pueden llevar a cabo las empresas.

En este recorrido, la banca ha abandonado hace tiempo el papel en buena parte de sus procesos, ha desarrollado un modelo de servicio multicanal, con cada vez mayor presencia de la atención remota y ha evolucionado la manera de desarrollar software optando por metodologías ágiles. Ahora se enfrenta a la oportunidad de poner en valor la gran cantidad de datos que maneja para hacer una gestión más eficiente del negocio y ofrecer el mejor servicio a los clientes.

El salto cualitativo está asociado a la aplicación de la analítica avanzada y la inteligencia artificial, beneficiarias a su vez de varias tendencias que han ido madurando en las últimas décadas. En primer lugar, el crecimiento exponencial en la disponibilidad de datos, gracias a la banca remota y a la aparición de nuevas fuentes de datos, ya sean nativas o fruto de la sensorización de canales y la digitalización de documentos. En segundo lugar, la capacidad de almacenamiento y procesamiento de información también ha aumentado de manera acelerada, al tiempo que se reducían los costes asociados (como bien postuló Gordon Moore). Además, se han desarrollado enormemente nuevas formas de servir estas capacidades, evolucionando desde el paradigma mainframe hacia la nube. Por último, hemos asistido a una mejora de las herramientas y técnicas analíticas, con un impulso del aprendizaje automático, que está aportando grandes beneficios en ámbitos como el procesamiento del lenguaje natural o la búsqueda de patrones anómalos.

Estas nuevas capacidades están permitiendo a la banca ofrecer soluciones cada vez más personalizadas a los clientes, ya sea en ámbitos comerciales, de apoyo en la planificación y toma de decisiones financieras o para ayudarlos a llevar a cabo una transición exitosa hacia estilos de vida y actividades económicas más sostenibles y con menor huella ecológica.

Desde el punto de vista del negocio bancario, los datos y la inteligencia artificial son importantes palancas que contribuyen al crecimiento y la generación de ingresos, mejorando la eficacia de las estrategias de atracción en mercado abierto, la determinación de precios idóneos y la personalización de la oferta de productos. Y, como no podía ser de otra manera, también

juegan un papel importante en la mejora de la eficiencia por la vía de la reducción de costes, ya sea por la automatización y mejora de procesos o por una mejor gestión de los riesgos, tanto financieros como operativos y de cumplimiento.

Los cambios experimentados hasta la fecha son netamente positivos para los clientes y para la competitividad de los bancos españoles. En los próximos años veremos cómo se produce una integración todavía mayor entre datos, diseño, tecnología y negocio para continuar ofreciendo soluciones innovadoras a los ciudadanos y las empresas. Y no me extrañaría que, dentro de unas décadas, echemos la vista atrás y observemos nuestra tecnología actual con la misma sonrisa con la que hoy recordamos esos primeros envíos por fax.

Álvaro Martín Enríquez.

Fue socio de Afi. *Head of Data* de BBVA España. Ha desempeñado otros cargos de responsabilidad en BBVA, entre ellos *Head of Digital Regulation and Trends*.

GOBERNANZA Y SOSTENIBILIDAD

Avance, con margen de mejora, en el gobierno corporativo

Virginia González Pérez



Virginia González Pérez



Lara de Mesa

Sostenibilidad: alcance, debates y retos

Lara de Mesa



Claudia Antuña



Verónica López

La inversión sostenible será parte de la solución

Claudia Antuña

España solidaria

Verónica López

The image features a dense, textured background of numerous plastic cups. The cups are primarily blue and red, with some appearing in lighter, translucent shades. They are scattered across a solid orange background, creating a complex, multi-colored pattern. The cups are oriented in various directions, some facing up and some facing down, adding to the visual complexity. The overall effect is one of a large-scale, repetitive pattern with a strong color palette.

**GOBERNANZA Y
SOSTENIBILIDAD**

AVANCE, CON MARGEN DE MEJORA, EN EL GOBIERNO CORPORATIVO

Virginia González Pérez

En las últimas décadas, la comunidad internacional ha comprendido la importancia que tiene que las sociedades, especialmente las cotizadas, sean gestionadas de manera adecuada y transparente. El buen gobierno de las empresas es la base para el funcionamiento de los mercados, ya que favorece la credibilidad, la estabilidad y contribuye a impulsar el crecimiento y la generación de riqueza.

La debilidad que mostraron los gobiernos corporativos de grandes empresas y las lecciones extraídas de las diferentes crisis financieras han multiplicado las exigencias de transparencia, veracidad, buenas prácticas y comportamiento responsable de los diferentes agentes. Éstos ya no solo prestan atención a los indicadores financieros, sino que quieren saber también cómo se han logrado esos resultados.

Asimismo, el aumento de las actividades empresariales transfronterizas, y la necesidad de operar en un marco internacional común de buenas prácticas de gobierno corporativo, así como los cambios en el funcionamiento de los mercados de valores y las consecuencias de una cadena de inversión cada vez más larga y compleja, también han sido motores claves de los grandes avances en esta materia.

No existe un modelo único de gobierno corporativo, sino que es necesario que cada ordenamiento jurídico lo adapte a la realidad del país, a su economía, a su cultura y, en especial, a sus empresas. No obstante, existen algunos elementos comunes que subyacen a todos ellos. Los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE han sido fundamentales para asentar los elementos comunes a todos ellos.

Continúa el debate sobre la hegemonía de la autonomía de la voluntad en la gestión de sus empresas frente al imperio de la ley. En la mayoría de los países se consagra la soft law, los códigos de buen gobierno y el principio de “cumplir o explicar”, dejando exclusivamente en el marco imperativo aquellos puntos que no pueden encontrar una solución en los primeros. En España, por ejemplo, varias temáticas y buenas prácticas de gobierno corporativo se han incluido en determinadas recomendaciones en los Códigos de buen gobierno corporativo y, ante situaciones de incumplimiento generalizado, o al menos de no seguimiento masivo de las recomendaciones, se positiviza en la norma correspondiente. Al final no se trata de optar por un modelo u otro, sino de trazar límites que los definan, así como de fortalecer la supervisión efectiva de los mismos.

La estructura y composición del consejo de administración es un elemento clave para el buen gobierno corporativo de las sociedades, en la medida en que afecta a su eficacia e influye sobre la calidad de sus decisiones y su capacidad para promover efectivamente el interés social. Los cambios introducidos en las últimas reformas normativas, especialmente en las entidades financieras, han favorecido la profesionalización de los miembros del órgano de administración, que hace que las sociedades estén administradas por personas preparadas, tanto para la gestión como para asumir el riesgo de la responsabilidad del cargo. En este sentido, la figura de los consejeros independientes, cada vez más presentes en las sociedades cotizadas y entidades financieras, equilibra los diferentes intereses en juego y aporta experiencia, conocimientos y puntos de vista diferentes y enriquecedores en la toma de decisiones.

La mayor profesionalización debe estar soportada por unos procesos de selección mucho más exigentes, ya no solo desde el punto de vista de conocimiento y experiencia, sino también como garantía de la diversidad en sentido amplio (de género, generacional, cultural, de capacidades, entre otros), así como de dedicación de tiempo suficiente.

También la creación de comisiones ha sido un gran avance en buenas prácticas. Comisiones delegadas que de forma más profunda, y con carácter previo a la reunión del consejo de administración, abordan temas claves de toda organización: gestión del riesgo, auditoría, y, por último, nombramientos y remuneraciones. Precisamente, en este último ámbito, la regulación ha avanzado mucho en los últimos años, especialmente en el sector financiero, destacando el rol que ahora juega

la junta de accionistas en la aprobación de las remuneraciones de los consejeros con carácter vinculante e indelegable.

A este respecto, la implicación efectiva y sostenible de los accionistas es una de las piedras angulares del modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, estableciendo mecanismos internos de control y equilibrio entre los distintos órganos y partes interesadas. En este sentido, son muy influyentes las pautas empleadas por los inversores institucionales, para decidir su voto, asesorados por los proxy advisors. El “gran reto de gobierno corporativo” sigue siendo la involucración de los accionistas minoritarios en la vida de la sociedad.

Por último, las mejores prácticas en gobierno corporativo señalan que, además de atender los intereses de los accionistas y fomentar su participación activa en las decisiones de la empresa, un buen gobierno corporativo tiene que responder ante las expectativas del resto de grupos de interés como son los clientes, proveedores y empleados, entre otros.

Los avances en gobierno corporativo hacen a las empresas más atractivas como negocio, más sostenibles económicamente y, por lo tanto, más competitivas.

Virginia González Pérez.

Socia de Afi y profesora de diversos programas en Afi Escuela. Posee una amplia experiencia en área del derecho directamente relacionado con el ámbito de

la empresa. Secretaria general de las compañías de Afi.

SOSTENIBILIDAD: ALCANCE, DEBATES Y RETOS

Lara de Mesa

La acción de los agentes económicos produce bienes, servicios, e impactos (laborales, medio ambientales, etc.) cuyo efecto puede tener distinto signo. Se espera, y es una expectativa creciente, que las empresas conozcan y maximicen su impacto positivo en la sociedad y el medio ambiente y prevean, gestionen y mitiguen cualquier impacto negativo que pueda derivarse de su actividad, incluyendo su cadena de suministro.

En 2001, la Comisión Europea publicó el Libro verde para fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas. Quería con ello contribuir al objetivo estratégico establecido en Lisboa: «convertirse en la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo, capaz de crecer económicamente de manera sostenible con más y mejores empleos y con mayor cohesión social».

En este contexto, se publicaron los primeros informes de sostenibilidad de las empresas españolas en los primeros años de este siglo. Las áreas de Responsabilidad Social Corporativa dependían generalmente de las direcciones de marketing o comunicación. La aproximación generalizada era donar a causas sociales parte de los beneficios generados y, de manera gradual se fueron fijando estándares y políticas que

contribuían a gestionar y mitigar posibles impactos negativos (Principios de Ecuador, políticas socio ambientales, cálculo y gestión de la huella de carbono...).

Cuando en 2015 se alcanzaron a nivel global los Acuerdos de París y la agenda 2030 de desarrollo sostenible, se evidenció que la dimensión de los retos a abordar requería, además de la acción filantrópica, alinear la actividad principal de todos los agentes económicos con criterios sostenibles. Un reto transformacional que requiere integrar criterios socioambientales y de buen gobierno en las estrategias y la toma de decisiones de los agentes. Como apuntaba la carta de la Presidenta Ana Botín en la Memoria de Banco Santander de 2015 “el capitalismo responsable no tiene que ver únicamente con lo que haces con tus beneficios, sino también con la forma en que los generas”.

La CNMV incorporó recomendaciones específicas en materia de responsabilidad social corporativa en el Código de Buen Gobierno de 2015 y en el de 2020 “sustituye el término responsabilidad social corporativa por el más amplio y utilizado actualmente de sostenibilidad en relación con aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo”.

El concepto de sostenibilidad avanza desde programas sociales no necesariamente vinculados a la actividad central de la empresa hacia la integración de criterios socio ambientales y de buen gobierno en el modelo de negocio de la compañía. El uso del término ASG (ambientales, sociales y de buen gobierno) refleja la idea de que la sostenibilidad también genera beneficios financieros. Refuerza el argumento empresarial para su promoción al tiempo que lleva a una visión más estrecha de lo que supone la sostenibilidad para las empresas.

Más allá del debate sobre la terminología, hoy existen agentes que comparten que la clave para poder avanzar y afrontar los retos sociales y ambientales es integrar estos elementos en la actividad general de los agentes económicos (empresas, inversores, consumidores, instituciones públicas...), mientras que otros se mantienen escépticos respecto a la lógica económica de integrar estos aspectos y la dificultad de medir la contribución y los resultados de esta agenda y reportarlos de forma creíble y homogénea, llegando a cuestionar el papel de la sostenibilidad.

Por otro lado, existe también debate en cuanto a la conveniencia y factibilidad de abordar todos los ámbitos (ambiental, social y de buen gobierno), o centrarse en alguno de ellos. Es cierto que la agenda sostenible es compleja y amplia y requiere de desarrollos pendientes en reporte transparente que evite un uso indebido y permita la medición, gestión y comparabilidad de resultados. Sin embargo, parece necesario combinar los tres elementos: ¿Es posible integrar criterios socio ambientales sin abordar la agenda climática, la inclusión (social, financiera, etc.) o los derechos humanos en la cadena de suministro? ¿Es posible competir sin diversidad? Tenemos

que ser capaces de combinar la urgencia climática con la necesidad y la demanda clara de la ciudadanía, que da mayor importancia a aspectos de gobernanza y sociales.

Los cambios que nuestro planeta está experimentando como consecuencia de la acción humana y los retos crecientes para ofrecer una vida digna a sus miles de millones de habitantes son cuestiones fundamentales que nos está costando abordar con determinación. En este mundo frenético, tenemos el reto de mantener en el foco de actuación de los distintos agentes durante el tiempo y con la intensidad que requiere abordarlos. Es una agenda a largo plazo que requiere actuaciones claras desde ya. Acción de todos los agentes económicos y liderazgo y responsabilidad de los poderes públicos. Retrasar la acción tiene un alto precio. Hoy necesitamos recortar emisiones el doble que si hubiésemos empezado hace 10 años. En 2008 se había generado momentum en torno a la agenda climática, pero la crisis financiera desplazó el foco de acción, aunque ganó peso la importancia del buen gobierno. En esta ocasión, la pandemia, y la crisis energética actual, han reforzado la necesidad de acción en temas sociales y clima. No dejemos que situaciones coyunturales, debates terminológicos, la falta de desarrollos técnicos pendientes y necesarios, o errores de implementación de algunos agentes vuelvan a desplazar el foco de nuestros recursos, energía y tiempo de esta agenda transformacional, innovadora y existencial.

Lara de Mesa.

Fue socia de Afi. Directora de Banca Responsable en Santander. Fundadora de WaWa y socia y consejera de Santo Tomé. También es miembro del comité de

finanzas sostenibles del Instituto Internacional de Finanzas (IIF).

LA INVERSIÓN SOSTENIBLE SERÁ PARTE DE LA SOLUCIÓN

Claudia Antuña

Hace 35 años la inversión socialmente responsable (ISR) era un fenómeno muy poco común en la industria de gestión de activos. Además, solía interpretarse erróneamente como una actividad filantrópica, que poco tenía que ver con la propia inversión y el sentido financiero de los mercados. Pese a que en 1928 un grupo eclesiástico ya lanzaba el primer fondo de inversión gestionado en base a criterios sostenibles (se aplicaban filtros de exclusión relacionados con el alcohol y el juego), no fue hasta 1999 cuando se creó el primer índice mundial de inversión sostenible: el Dow Jones Sustainability Index.

Aunque la sostenibilidad no es un concepto en sí mismo novedoso, la inclusión de estos principios en la gestión de activos y en la comprensión de las dinámicas de los mercados, sí puede considerarse una disciplina relativamente joven, que en la última década ha experimentado un desarrollo y crecimiento exponencial. De hecho, el 2015, año en el que se dieron cita alguno de los hitos socio-políticos clave para el desarrollo de la sostenibilidad, como el Acuerdo de París o la Agenda 2030, puede considerarse un punto de inflexión en el progreso de las finanzas sostenibles. Según cifras de la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) en 2016 los activos

bajo gestión que seguían criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) suponían un 27% del total de activos, cifra que en 2020 llegaba a alcanzar una cuota de mercado del 36%.

Sin embargo, el crecimiento de la ISR no ha ido acompañado de una evolución lineal y simétrica entre las distintas estrategias y estilos de gestión que la componen. Mientras que en los primeros años la estrategia de exclusión era la protagonista de la inversión socialmente responsable, en los años posteriores la estrategia best-in-class ganaba terreno seleccionando a aquellas empresas o emisores con un mejor perfil ASG. No obstante, poco a poco, y con el paso de los años, el inversor iba siendo cada vez más ambicioso con los resultados “no financieros” fruto de sus decisiones de inversión. De este modo, comprendía que la reducción del universo de inversión basada en una serie de filtros negativos, o la aplicación de unos estándares elevados en aspectos ambientales, sociales o de gobernanza no eran suficiente para generar cambios reales en la sociedad y el planeta. Así, llegaba a los mercados la denominada inversión de impacto, aquella que busca no solo generar un retorno financiero, sino contribuir a dar solución a los distintos desafíos sociales y ambientales a los que hoy en día nos enfrentamos.

Porcentaje de activos gestionados bajo criterios ASG, sobre el total de activos



Fuente: Afi, Global Sustainable Investment Review 2020 (GSIA)

Bajo esta definición podemos encontrar uno de los instrumentos financieros que actualmente goza de un importante reconocimiento en la industria. Los denominados bonos verdes. Desde la primera emisión en 2007 por parte del Banco Europeo de Inversiones (BEI), el mercado de bonos verdes ha superado ya el umbral de 1,5 billones de euros en volumen de emisiones.

Este nuevo rumbo que encara la inversión sostenible viene fundamentalmente explicado por tres motivos:

- El primero, la necesaria evolución de una corriente relativamente joven que debe madurar e irse adaptando a las necesidades del presente.
- El segundo, la palanca normativa. El regulador europeo, lleva años trabajando en el despliegue de un paquete normativo que coloque al sistema financiero como protagonista de la transición hacia un sistema económico-social más sostenible y duradero, y obligue a considerar la sostenibilidad en la concepción tradicional de las finanzas.
- Y, por último, la aceptación por parte de los agentes financieros de su indudable y necesaria participación activa en el nuevo paradigma social y ambiental que enfrentamos a futuro. En los últimos años, hemos pasado de

Evolución de la inversión sostenible



Fuente: Afi

aplicar unas políticas de inversión sostenible muy reduccionistas, a entender que una transición exitosa a largo plazo exige pasar por diferentes tonos de marrón y verde de manera progresiva, y hacer que el sistema financiero acompañe y empuje a la economía y la sociedad hacia el buen camino.

Por tanto, querido lector, es muy probable que, si volvemos a encontrarnos dentro de otros 35 años, ya no podamos hablar de inversión tradicional e inversión sostenible, ya que la inversión será sostenible o no será. Y es que, para entonces, la sostenibilidad se habrá convertido en un elemento indispensable para la correcta gestión de carteras, el análisis macroeconómico o el asesoramiento financiero. Recordemos que la ISR no es un asset class, sino un conjunto de estrategias y herramientas aplicables a diversos estilos de gestión, que debe aportarnos información adicional para un mejor control de los riesgos financieros, y por ende una mejor toma de decisiones de inversión.

Claudia Antuña.

Socia de Afi, especializada en sostenibilidad en materia de inversiones. Profesora y directora académica en diversos programas de Afi Escuela.

ESPAÑA SOLIDARIA

Verónica López

Las primeras acciones de España en materia de cooperación internacional al desarrollo se despliegan en 1974, con la participación como miembro fundador del Fondo Africano de Desarrollo y su ingreso en 1976 en el capital del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Ese mismo año se crea el Fondo de Ayuda al Desarrollo (FAD), instrumento de adjudicación de préstamos y otras ayudas en términos concesionales a otros Estados e instituciones públicas de países en desarrollo y a instituciones financieras multilaterales. Dichos fondos, de carácter financiero reembolsable, estaban ligados a la adquisición por el beneficiario de bienes de equipo y servicios proporcionados por empresas españolas, objeto por tanto de cierta esquizofrenia, ya que la misma peseta (hoy euro) tenía que cumplir dos objetivos no siempre conciliables: promover las exportaciones españolas y cooperar al desarrollo, todo a la vez. No fue hasta 2010 que ese error de diseño fue corregido, aunque solo parcialmente.

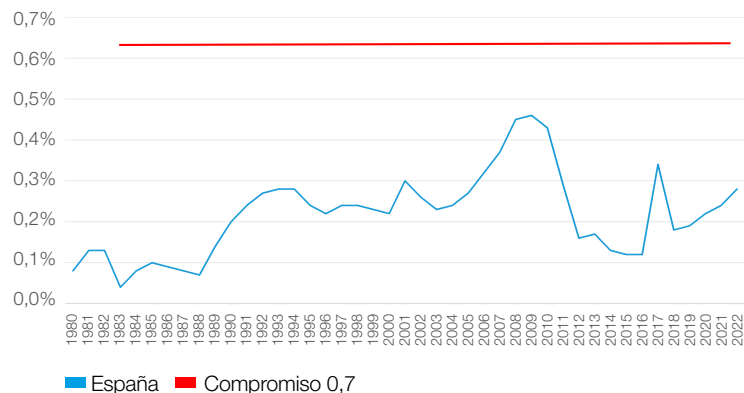
España fue país receptor de ayuda oficial al desarrollo (AOD) del Banco Mundial hasta 1981, del que formaba parte desde 1958, mientras que para el Comité de Ayuda al Desarrollo (CAD) de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) lo fue hasta 1983, y solo en 1991 España fue reconocido como país donante.

Tras la primera piedra que supuso la creación del FAD en 1976, el desarrollo normativo que ha sustentado las bases de nuestra cooperación española al desarrollo ha sido lento, parcial e invisible a ojos de la ciudadanía. Salvo en contados episodios y para contados colectivos interesados (como las ONG de desarrollo), la política de cooperación internacional al desarrollo española es, aún hoy, una desconocida para el conjunto de la población.

En la década de los 80 se creó la Secretaría de Estado para la Cooperación Internacional y para Iberoamérica (SECIPI), la Comisión Interministerial de Cooperación Internacional (CICI), y se presentó el primer Plan Anual de Cooperación (PACI). En 1988 (prácticamente coetánea a Afi) nació la Agencia Española de Cooperación Internacional (AECI) y la Oficina de Planificación y Evaluación (OPE), hoy Dirección General de Políticas de Desarrollo.

En los años 90 se constituyó el Consejo de Cooperación para el Desarrollo como órgano de participación de los diversos agentes sociales implicados y pudimos contar con la primera Ley de Cooperación Internacional para el Desarrollo (1998) que, entre otros asuntos, declaraba su planificación plurianual plasmada en los Planes

Porcentaje de AOD sobre RNB, España



Fuente: Afi, a partir de CAD (OCDE)

Directores. Ese año se crea el Fondo para la concesión de microcréditos (FCM), nuevo instrumento de cooperación financiera en el que mucho tuvo que ver la amistad entre S.M. La Reina Sofía y el desde 2006 Premio Nobel de la Paz, Mohamed Yunus. Dos años más tarde se decreta la administración conjunta del FCM entre el MAE y el Ministerio de Economía y Hacienda (MEH), otorgando la última palabra al MEH), una muestra del tutelaje al que se ha visto históricamente sometida la política de cooperación española. En 2003 se corrige esa presunción de inferioridad reconociendo la experiencia acumulada de la AECl como gestor del FCM.

En 2010 se crea el Fondo para la Promoción del Desarrollo (FONPRODE), nuevo instrumento de cooperación financiera procedente de la segregación del FAD entre aquel y el Fondo para la internacionalización de la empresa (FIEM), gestionado por Comercio. En 2022, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) inicia la evaluación del FONPRODE, motivada por la tímida ejecución presupuestaria y la necesidad de revisar la eficacia, eficiencia y pertinencia de las operaciones y el propio diseño del instrumento. En 2019, la cartera formalizada del FONPRODE superaba los 1.000

millones de euros, y el saldo vivo los 500 millones de euros, de los que el 50% correspondían a créditos gestionados a través de organismos internacionales.

El más reciente informe de pares del CAD de la OCDE (2022) aplaude que España haya situado la Agenda 2030 en el centro de su política de cooperación para el desarrollo, pero señala que sigue lejos de cumplir el compromiso internacional de destinar un 0,7% de la RNB a AOD.

El reclamo del 0,7 fue probablemente la primera muestra de conciencia de la sociedad española en torno a la cooperación internacional, cuando hace veintiocho años, en el otoño de 1994, miles de tiendas de campaña inundaron las calles de este país, especialmente alrededor de los campus universitarios. La segunda gran muestra de solidaridad desbordante fue motivada por el Huracán Mitch en Centroamérica en el otoño de 1999, que precedió una década de crecimiento sostenido de la AOD española hasta 2009, cuando registró el porcentaje más alto de la historia (0,46%).

La futura nueva Ley de Cooperación para el Desarrollo Sostenible y la Solidaridad Global, que reemplazará la de 1998, establecerá el objetivo de alcanzar el 0,5% en 2023, y el 0,7% en 2030, tras registrar un tímido 0,28% en 2022 (equivalente a unos 3.500 millones de euros). Será una nueva oportunidad para que España demuestre el país solidario que por actitud y aptitud le corresponde ser.

Verónica López.

Forma parte del área de Economía Aplicada de Afi. Es directora de Empresa Global, la revista mensual de Afi, y secretaria técnica de Finresp. Compagina estas

funciones con su rol como profesora en Afi Escuela.

35 COLABORACIONES PARA 35 AÑOS

FORMACIÓN

Las finanzas cuantitativas en las últimas décadas

Pilar Barrios



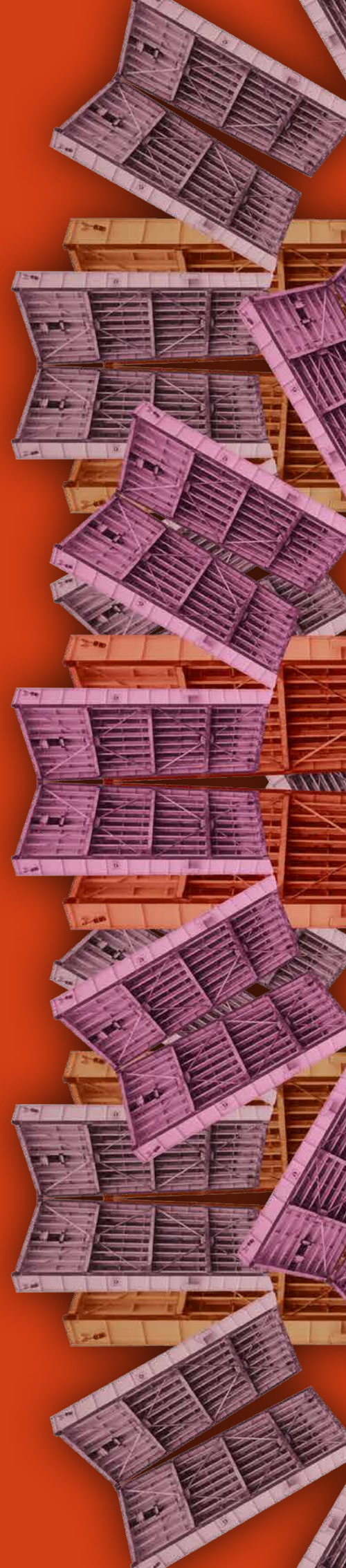
Pilar Barrios

La educación en España en los últimos 35 años

Mónica Guardado



Mónica Guardado





FORMACIÓN

LAS FINANZAS CUANTITATIVAS EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

Pilar Barrios

Hace 35 años existían los bancos y había pocos analistas cuantitativos (*quants*, en la terminología usual), especialmente en España. Los instrumentos derivados complejos empezaron a extenderse y los *quants* se dedicaban en su mayor parte a su generación, negociación, gestión y valoración. Sin embargo, la transformación que los mercados financieros ha experimentado desde la crisis de 2008 se ha traducido en un cambio significativo en el papel de los perfiles cuantitativos. Por un lado, han disminuido los roles tradicionales vinculados a los instrumentos exóticos y, por otro lado, se han ampliado las funciones y áreas donde aquellos desempeñan su trabajo. Por supuesto que hoy en día siguen existiendo los bancos y sigue habiendo muchos *quants* trabajando en ellos. Y, claramente, también hay muchos en compañías gestoras, aseguradoras, tecnológicas, cámaras de compensación, organismos supervisores y reguladores en los que se ha incrementado notablemente su presencia y las funciones que realizan en diversas áreas.

Las nuevas demandas requieren de otras habilidades en los perfiles cuantitativos actuales, pues se ha reforzado su papel

de servir de puente entre las plataformas tecnológicas de las entidades, los marcos matemáticos y de modelización necesarios para implementar los requerimientos normativos, cada vez más numerosos y exigentes, y el propio negocio¹. Este crecimiento de la demanda de habilidades técnicas en la industria ha provocado que los postgrados en finanzas cuantitativas hayan tenido que evolucionar para adaptarse a las exigencias vigentes, incorporando no solo otras competencias técnicas diferentes a las habituales, sino también de gestión y conocimiento del negocio. Por tanto, el mercado de egresados de programas de finanzas cuantitativas se ha fragmentado incrementando su contratación por parte de diferentes instituciones financieras y tecnológicas y ampliando sus funciones en ellas.

Asimismo, la generación y acumulación de datos y la disminución de costes de los recursos computacionales ha llevado al avance del aprendizaje automático en la industria financiera y, como resultado, a la necesidad de conocer estas técnicas. Según un profesor de finanzas en la Universidad de Duke, Harvey Campbell, el futuro de las

Evolución de las finanzas cuantitativas. Rol de los *quants*



Fuente: Afi

finanzas será incluso más cuantitativo de lo que es hoy, y se utilizarán también técnicas de aprendizaje automático (*Machine Learning*) en los ámbitos que la regulación permita para mejorar la toma de decisiones².

Actualmente, se valoran especialmente los perfiles cuantitativos familiarizados con *machine learning*, procesamiento del lenguaje natural e inteligencia artificial. Esta acelerada evolución de la industria financiera ha hecho que varios de los *quants* más conocidos a nivel mundial prevean otra década de disrupción en la estructura de los mercados, en los modelos de negocio y en las estrategias de inversión, entre otras áreas³.

Además, la industria *fintech* de los próximos años puede ser muy distinta de la actual y la sostenibilidad cada vez está más presente en el contexto financiero. Todo esto ha estimulado la transformación de los programas académicos para adaptarse a estos cambios, actualizando sus planes de estudio y orientándolos no solo a aprender finanzas cuantitativas sino a ponerlas en práctica, que es lo que la industria realmente valora⁴. Teniendo estas reflexiones en consideración se necesitarán aún más analistas cuantitativos,

con un enfoque más amplio, para comprender el panorama general y adaptarse a estas transformaciones y cambios normativos. Es necesaria, también, una clara apuesta por la formación continua en este ámbito, cada vez más cambiante, que contribuirá a la transición hacia este nuevo entorno financiero.

1. The quant factory: not muppets, but not perfect - Risk.net

2. The future is quant | Top1000Funds.com

3. Sixteen Leading Quants Imagine the Next Decade in Global Finance (bloomberg.com)

4. Quants head for the shop floor - Risk.net

Pilar Barrios.

Socia de Afi. Doctora en Matemáticas. Codirectora de varios cursos y a su vez profesora habitual de diversos postgrados de Afi Escuela. Anteriormente

participó en proyectos dentro de entidades financieras y no financieras, así como entidades aseguradoras, relacionados con las finanzas cuantitativas.

LA EDUCACIÓN EN ESPAÑA EN LOS ÚLTIMOS 35 AÑOS

Mónica Guardado

El cuarto objetivo de desarrollo sostenible dentro de los denominados ODS de la OCDE para 2030 es el de “Educación de calidad”. El objetivo fundamental es garantizar una educación inclusiva y equitativa de calidad y promover oportunidades de aprendizaje permanente para todos.

Las derivadas de una “educación de calidad” son múltiples: fomenta la tolerancia entre las personas, contribuye a crear sociedades más pacíficas, reduce las desigualdades económicas y de género y ayuda a alcanzar otros ODS.

Por esta razón, la educación es uno de los pilares centrales de la estrategia de un país y la relevancia que se le da en términos de gasto, desarrollo, actualización, contribuye de forma sustancial a conseguir los efectos mencionados anteriormente en la sociedad.

En los últimos 35 años en España ha habido siete reformas de la ley educativa. Desde la primera ley que entra en vigor en democracia en el año 1985, la denominada LODE (Ley Orgánica reguladora del Derecho a la Educación), varias han sido las reformas que han visto la luz hasta la última del año 2020.

En 1990 se aprueba la LOGSE, cuya reforma más importante pasa por establecer la escolaridad obligatoria hasta los 16 años. En 1995, la LOPEG, que apenas introduce cambios en el sistema educativo, y viene a ser un complemento a la LOGSE. En 2002 se aprueba la LOCE, primera reforma educativa del Gobierno del Partido Popular, que tuvo una vigencia fugaz, tras la victoria del PSOE en 2004. Posteriormente en 2006, la LOE deroga las leyes anteriores, salvo la LODE de 1985, si bien se mantiene el sistema establecido por la LOGSE. Entre las reformas más polémicas que introduce la LOE, está el permitir el paso de curso con dos asignaturas suspensas. En 2013, se aprueba la LOMCE, Ley Orgánica para la Mejora de la Calidad Educativa, bautizada como “Ley Wert”, que fundamentalmente elimina algunas de las novedades que introducía la LOE. Y, por último, en 2020 se aprueba la LOMLOE, conocida popularmente como “Ley Celaá”. La polémica, en este caso, ha llegado por medidas como: la eliminación del castellano como lengua vehicular de la enseñanza y la obligatoriedad de los centros ordinarios de implementar los medios necesarios para escolarizar al alumnado de educación especial en un plazo de diez años.

¿Eran necesarias todas estas reformas?
Y lo más importante, ¿han sido efectivas?
¿Han introducido mejoras en nuestro sistema educativo?

La herramienta que utilizan los países a nivel internacional, y que sirve para auditar la efectividad de los sistemas educativos es el informe PISA, elaborado por la OCDE desde el año 2000. Se trata de un estudio que mide el rendimiento académico de los alumnos en matemáticas, ciencia y lectura. Su objetivo es proporcionar datos comparables que posibiliten a los países mejorar sus políticas de educación y sus resultados, ya que este análisis no evalúa al alumno, sino al sistema en el que está siendo educado. El estudio se basa en el análisis del rendimiento de estudiantes de 15 años a partir de unos exámenes estandarizados, que se realizan cada 3 años.

En vista de los resultados que arroja el informe PISA, donde España se mantiene en la parte central de las posiciones de los países participantes, no parece efectivamente que las distintas reformas hayan supuesto una mejora sustancial en la calidad de la educación de nuestro país.

En las ediciones de 2012, 2015 y 2018 PISA incorpora la competencia financiera, dado que, en las últimas décadas, tanto los países desarrollados como los emergentes se muestran cada vez más interesados en las capacidades que en este ámbito poseen sus ciudadanos, especialmente de los jóvenes. La competencia financiera implica el conocimiento y la comprensión de conceptos y riesgos financieros, y las destrezas, motivación y confianza para aplicar dicho conocimiento y comprensión con el fin de tomar decisiones

eficaces en distintos contextos financieros, mejorar el bienestar financiero de los individuos y la sociedad, y permitir la participación activa en la vida económica. En 2012, España obtiene una puntuación de 484, inferior a la media de la OCDE (media OCDE=500). En 2015 España obtuvo una puntuación de 469, nuevamente por debajo de la media de la OCDE que se situó ese año en 487,3. Y en 2018 España obtiene una puntuación de 482, siendo la media en este ejercicio de 505.

Un número gradual de países están elaborando nuevos currículos y aplicando estrategias de aprendizaje relacionados con estas competencias económicas y financieras, entre los que se incluye España. Para facilitar la igualdad de oportunidades es importante ofrecer una educación financiera a aquellos que de otro modo no tendrían acceso a ella. Es importante que los centros educativos estén bien situados para promover esta competencia entre todos los grupos demográficos y reducir las diferencias y desigualdades respecto a ella, siendo de suma importancia que el contenido que se utilice en los nuevos currículos esté actualizado y sea elaborado por expertos en la materia.

Confiamos en que las futuras reformas que se lleven a cabo en España se adopten de forma consensuada, de manera igualitaria para todo el territorio español, trasciendan en el tiempo y contribuyan a garantizar una “educación de calidad para todos”.

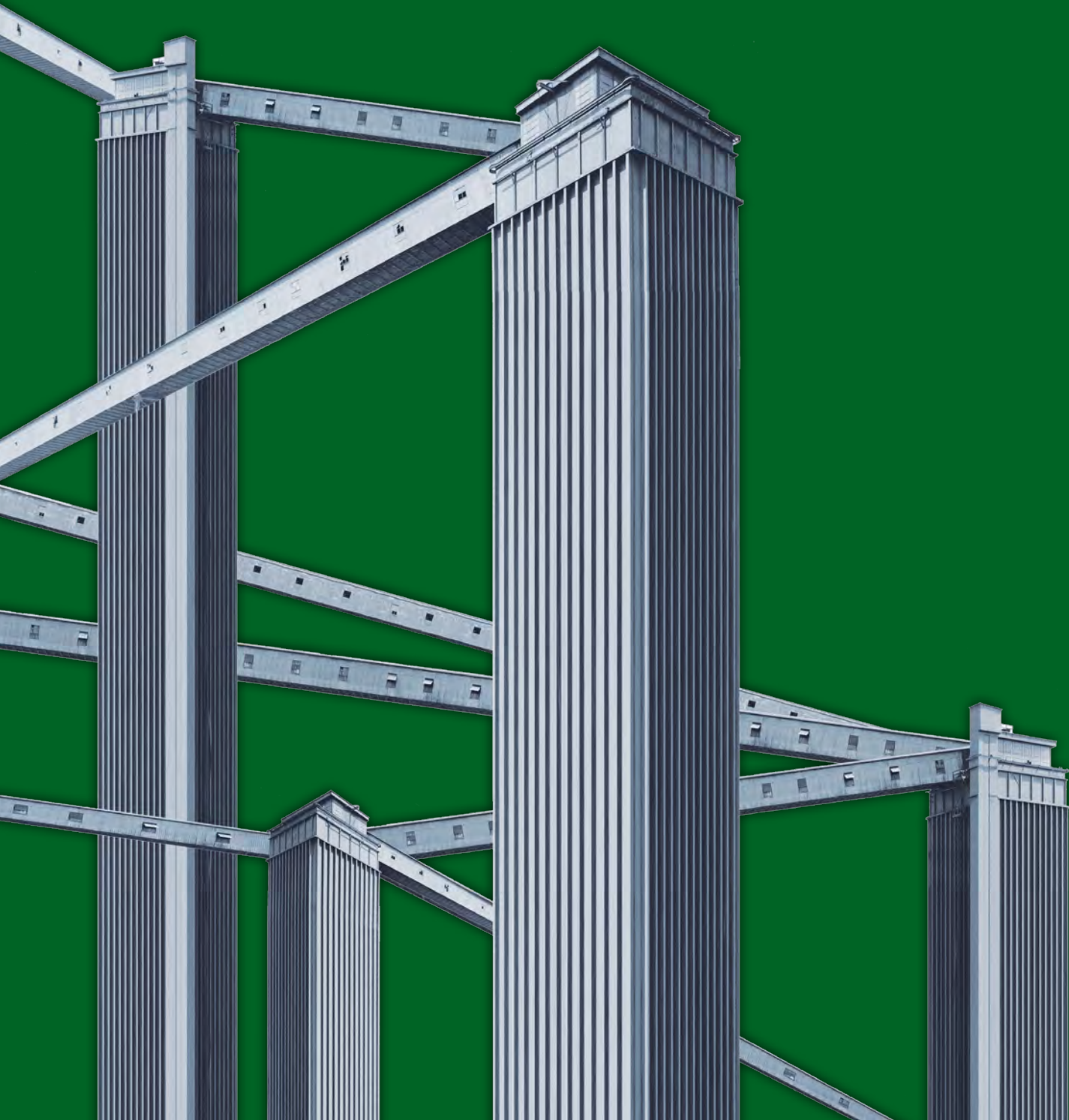
Mónica Guardado.

Socia de Afi, directora de Afi Escuela, patrona de Fundación Afi y fundadora de la iniciativa #MujeresQueTransforman. Cuenta con una amplia

experiencia docente y en consejos de Administración.



**35 AÑOS DE AFI EN
LA HISTORIA**



BREVE HISTORIA DE AFI

Poco más de la mitad de las empresas superan los tres años de vida, y solo un pequeño porcentaje de ellas sobrevive más de 15 años. Frente a dicha realidad, **Afi celebra ahora su 35 aniversario**, a cuya conmemoración contribuye el presente libro.

Las secciones previas del mismo ilustran el periodo histórico vivido. En esta última sección insertamos cronológicamente la vida de Afi, sus principales hitos, en dicho periodo. Aprovechamos también para hacernos eco de su febril actividad en el ámbito de sus publicaciones, de la larga serie ya de números de nuestra revista Empresa Global y de los libros y documentos alumbrados por quienes hemos formado parte Afi durante estas décadas.

Afi hoy

Consolidada como empresa referente en España **especializada en economía y finanzas**, sus actividades de análisis, asesoramiento y consultoría, formación, tecnología y gestión de activos la desarrollan hoy en día más de 250 profesionales. Al núcleo original de economistas se fueron sumando en el tiempo matemáticos, ingenieros especializados en tecnología y otros profesionales que actualmente configuran un

grupo verdaderamente multidisciplinar, acorde con la complejidad, la integración de conocimientos y la necesidad de innovación que se requiere en la prestación de servicios en la “nueva economía”, en el “nuevo mundo”.

Afi es hoy una empresa joven, abierta, diversa, internacionalizada, innovadora; muy **conectada** con todo el sistema financiero (bancos y otros intermediarios financieros, como compañías de seguros y empresas de inversión y gestión de activos), con las empresas no financieras, con el sector público y con la academia/universidad. Además, ha consolidado un relevo generacional en una organización que **hoy es más grande y llega más lejos que nunca**; una organización en la que la calidad de gobierno y la cohesión de la nueva generación garantizan muchos años más su futuro. **“Se ha reproducido y mejorado la especie”**, como decía Emilio Ontiveros, fundador junto con otros dos catedráticos de la Universidad Autónoma de Madrid, Ángel Berges y Francisco Valero, de este hermoso proyecto que nació a finales de 1987 en un pequeño piso de la calle Caracas. En él han estado embarcadas cerca de mil personas, a las que hay que sumar los muchos miles más que han pasado por las aulas de Afi, desde su nacimiento en aquel otoño de 1987.



1987



1992



2000



2015

Los 35 años de Afi

Afi nacía en un momento en el que concurrían factores relevantes para la economía mundial, y desde luego para la española. Principal foco de atención de los trabajos de análisis, consultoría y formación por los que discurriría la actividad de nuestra empresa. La desaparición de la Unión Soviética, la reunificación alemana, pasando por las ampliaciones del propio perímetro de estados miembros de la UE a la que España se acababa de incorporar definen una **dinámica de intensas transformaciones a las que nuestro país, por primera vez en muchas décadas, no está ajena.**

Con esta complicidad del entorno, con este viento de cola, el proyecto Afi, que en su gestación contó con el **apoyo de las antiguas cajas de ahorro,** trataba de acercar la economía, los mercados y la gestión financiera a quienes se enfrentaban entonces a un proceso de modernización empresarial e institucional, de apertura al exterior, como nunca había vivido nuestro país. En dicha labor de acercamiento Afi alcanzó pronto un elevado grado de reconocimiento.

En 1992, **se produce un importante cambio en la estructura de propiedad y de gobierno de Afi, con la entrada en el capital de un grupo de profesionales liderados por Emilio Ontiveros,** adquiriendo el 50% de la sociedad a las cajas de ahorros, accionistas iniciales del proyecto.

Desde el principio, una filosofía, un estilo, una cultura ha impregnado los genes de la de la organización: **“además de ofrecer el pescado, a los clientes hay que enseñarles a pescar”.** Pocos años después, en 1994, se crea Afi Escuela que desde entonces soporta formalmente, con entidad propia, un ámbito, el de la formación, que realmente estuvo presente en la actividad de Afi desde sus primeros días.

Ese mismo año, se constituye **Afi Consultores de las Administraciones Públicas,** liderando desde entonces el asesoramiento y consultoría para la gestión y modernización de las finanzas públicas en nuestro país; del Estado, de las Comunidades Autónomas y de las Corporaciones Locales.

En 1997, cuando ya se había recuperado el pulso económico y una cierta estabilidad en nuestro país, Afi intuye la relevancia que las matemáticas, la digitalización y la tecnología tendrán en el desarrollo de las finanzas y, también, en la economía y la sociedad en general. Ese mismo año se crea **Afi, Tecnología, Información y Finanzas** donde se integran matemáticos e ingenieros que en años posteriores serían el pilar de un “nuevo Afi”, ya no únicamente de economistas. En ellos se apalancó entonces el crecimiento de nuestra compañía y, desde luego, la prestación de nuevos servicios relacionados con el uso de modelos, la valoración de activos, la gestión de riesgos o la distribución de servicios de información y herramientas en internet, una red que se estaba formando entonces, y en torno a la cual se ha acabado transformado el mundo.

Dos años después, en 1999, nace la Fundación Afi, hoy **Fundación Afi Emilio Ontiveros**, a través de la que hemos canalizado en los últimos 23 años la acción social del grupo ayudando a difundir el conocimiento de la economía y las finanzas y favoreciendo la inclusión financiera.

Tras nuestro exitoso acceso a la Unión Monetaria Europea e incorporación al euro al inicio del presente siglo, España vive los felices 2000, años en los que tiene lugar una expansión desmedida, una enorme transformación del sistema financiero, un gran desarrollo de la desintermediación y de la institucionalización de la inversión, junto con una intensificación de la modernización y apertura al exterior del tejido empresarial. **Afi se consolida aún más en estos años como referente en España de la economía y las finanzas, pero también pone las bases formales de su propio proceso de**

internacionalización. Desde entonces aumenta su participación en proyectos de consultoría para organismos internacionales multilaterales, así como para otras instituciones, y constituye algunas filiales en el exterior, siendo la de México, ya en 2017, el último exponente.

La Gran Crisis Financiera de 2008 golpeó con fuerza a la economía española que hubo de purgar los excesos de los años anteriores y desembocó en una reestructuración completa del sistema bancario español, incluyendo la desaparición del subsector de cajas de ahorros. **Afi fue protagonista muy activo, participando en los procesos de integración de numerosas entidades, pero también aportando su capacidad analítica en un periodo especialmente convulso en los mercados**, al ponerse en peligro no solo nuestra supervivencia en el seno de la eurozona, sino incluso la propia Unión Monetaria Europea.

En este contexto, **los socios profesionales adquieren en 2014 el 50% restante de la compañía** a las cajas de ahorros, pasando a tener la totalidad de la propiedad. Se inicia una nueva etapa con la expansión de nuevas actividades como la puesta en marcha del área de seguros, un área de analítica avanzada que pronto madura una moderna oferta formativa en la materia, o la constitución de una filial para proporcionar servicios de cumplimiento normativo. En definitiva, **la permanente innovación que siempre ha estado en los genes de Afi.** Innovación, que también se concreta en la constitución de Afi Inversiones Globales SGIC en 2019, lo que supone trascender las líneas del análisis, la consultoría y la formación que hasta entonces habían sido los pilares que delimitaban la actividad de

Afi. A partir de entonces **se suma la gestión de activos**, que junto con la participación en **operaciones y transacciones corporativas** conforman una nueva y exitosa línea de actividad.

Mirando hacia el futuro

Mantener viva la **curiosidad** para caminar junto con la **innovación** siempre fue una seña de identidad de Afi. En un mundo más complejo y con transformaciones más veloces, eso exige **excelencia**, tratar de contar con los mejores de cada disciplina: economía, finanzas, matemáticas o tecnología. Más aún, **crear las condiciones de lealtad, honestidad, humildad personal e intelectual y esfuerzo, que permitan, como decíamos, reproducir y mejorar la especie**. Estas son claves que Emilio nos ha inspirado en estos 35 años. **En eso seguimos**, ya con un equipo de gobierno suficientemente consolidado en estos últimos años, como claro exponente de un exitoso **relevo generacional**.

1987



Primera cena de Navidad de Afi. De izquierda a derecha: Amadeo Reynés, Lourdes Maestre, Maribel Lupiañez, Francisco José Valero, Juan José Jimenez, Bernardita Illanes, Daniel Manzano, Enrique Sánchez del Villar, Ángel Berges, Francisco Fernández y Emilio Ontiveros

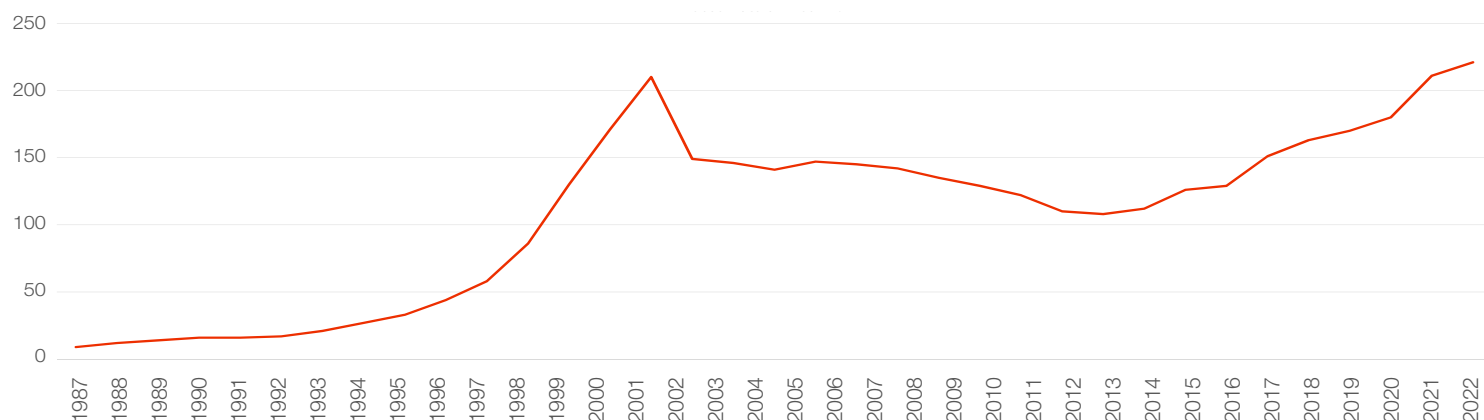
2022



Fotografía de grupo en el Día Internacional contra el Cáncer de Mama, octubre 2022

1987-2022

Número de personas



2022

Rocío Abalo
Alba Achaques
Ana Isabel Aguerrea
Filipe Aires
Javier Alba
Marta Alberni
Rebeca Albesa
Olivia Alvarez
José Manuel Amor
Claudia Antuña
Eduardo Arias
Pablo Eugenio Arnáiz
Marina Asensio
Ignacio Astorqui
Pablo Aumente
María Ávila
Abigail Báez
Samanta Bálsamo
Neftalí Barrero
M^{re} del Pilar Barrios
Juan Manuel Bazo
Emma Berdeal
Ángel Berges
Rita Berlanga
Andrea Elena Blana
Ignacio Blasco
Susana Borraz
Juan Brea
Aitana Bryant
Ulises Buenaventura
Andrea Caaveiro
Lucía Cabañero
José Javier Calderón
Ángel Alberto Calero
Mireia Calvo
Juan Alberto Camino
David Cano
César Cantalapiedra
Homero Cárdenas
Manuel Carmona
M^{re} Belén Carrera
Ana Carretón
María Gabriela Castillo
José Antonio Cebrián
Teresa Chacón
Juan Carlos Chamorro
Silvia Chamorro

Salvadora Cobo
Mario Cobo
Laura Colina
Ángela Compadre
José María Contreras
Alexandra Cortés
Paula Coscolín
Laura Cruces
Paulino de Evan
Teresa de la Cuerda
Julia de la Torre
Jaime de Orueta
Miguel Ángel Díaz
Carlos Diez
Paloma Dios
Ana María Domínguez
Daniel Domínguez
María Echávarri
María Echevarría
Juana Espíndola
Nazareth Estalayo
Raquel Expósito
Pedro Ezquiaga
Emilio Fernández
Francisco José Fernández
Helen Fernández-Pacheco
Carmen Florido
Borja Foncillas
Cristina Fuentes
Carmen María Gabaldón
Desirée Galán
Ángel Gallego
Borja Gambau
Sany Garcés
Alicia García
Ana García
Ana María García
Cristina García
Elena García
Moisés García
Paloma García
Raquel García
Victoria García
Oscar García de Lara
Jorge García-Arcicollar
David Gil
Javier Gil

Natalia Gila
Ricardo Goizueta
Marisa Gómez
Pilar Gómez
Ricardo Gómez
Adrián González
Alfonso González
Javier González
Juan José González
María del Valle González
María Montaña González
María Pilar González
Virginia González
Fernando Granero
Sonia Raquel Gray
Mónica Guardado
Sofía Guerrero
Pablo Guijarro
Javier Guijosa
Manuel Gutiérrez
Cristina Guzmán
Claudia Daniela Hermida
Moisés Hernández
Eduardo Herráez
Miguel Ángel Hormigos
Rodrigo Imaz
Ashira Alba Jafa
Salvador Jiménez
Elena Kaloyanova
Roberto Knop
Cecilia Linares
Alberto Lisbona
Jaime Llaguno
Rafael Llave
Carmen López
Jesús López
Verónica López
Gonzalo López-Amor
María Isabel Lupiañez
Marina Luque
Carlos Magán
Daniel Manzano
Pablo Mañueco
Ignacio Marqués
Laura Martín
Rodrigo Martín
Victor Martín

María Martín
Alexandre Martínez
Sergio Martínez
Eduardo Mayer
Diego Mendoza
Aitor Milner
Marcos Molina
José Moncada
Alejandro Montesinos
Daniel Morais
Jesús Morales
Ángel Moreno
Antonio Moreno
Íñigo Morón
Ana Moscardó
Juan Alberto Mowinckel
Juan Antonio Muñoz
Álvaro Murcia
Lucía Nogue roles
Alberto Novales
Roberto Oliver
Rosa Oliveros
Emilio Ontiveros
Freddy Alejandro Oquendo
Mauricio Antonio Ortega
Pablo Ortega
Clara Ortiz de la Torre
Francisco Javier Paredes
Ricardo Pedraz
Alfonso Pelayo
Irene Peña
Pilar Perales
Jorge Pérez
Nuria Pérez
Eduardo Pérez de Lara
Teresa Picardo
Esther Picó
Irene Piedra
Javier Pino
José Pino
Miguel Plaza
Pilar Plaza
Cristián Ángel Portillo
Carolina Pos
Manuel Pozo
Rosario Prieto
Jesús Puga

Ángela Rabadán
Mario Ramiro
Emma Ramos
Virginia Rancier
Carles Antoni Ribas
Pedro Rivera
José Manuel Rodríguez
María Rodríguez
Arturo Rojas
Alejandro Rojo
David Romero
María Romero Meléndez
María Romero Paniagua
María del Mar Roncero
Manuel Rueda
David Ruiz
Verónica Ruiz
Ángel Salamanca
Esteban Sánchez
Francisco Sánchez
José Daniel Sánchez
Vanessa Milagro Sanjuanelo
Manuel Santiago
Carlos Andrés Sanz
Patricia Sanz
Adriana Scozzafava
Celeste Serrallonga
Javier Serrano
Ricardo Pedraz
Juan Antonio Sosa
Blanca Soto
Cristina Soto
Luciana Taft
Jaime Téllez
Daniel Tendero
David Tinajero
Bárbara Torres
Montserrat Tovar
Susana Uclés
Adrián Valbuena
Sandra Valera
José María Vázquez
Diego Vizcaino
Alfredo Yagüe
Jonathan Yajamín
Teresa Zamora

03 de noviembre

Afi (aún sin constituir societariamente) inicia su colaboración semanal, mantenida durante estos 35 años, en el recién nacido suplemento semanal El País Negocios.

03 de diciembre

Se constituye Analistas Financieros Internacionales S.A. como sociedad 100% del grupo Gesmosa, propiedad de varias decenas de cajas de ahorro, con un capital social de 30.000 pesetas. Afi inicia su actividad prestando servicios de análisis y asesoramiento en economía y mercados en la calle Caracas 13 de Madrid, su primera sede social. El equipo fundador estaba integrado por Emilio Ontiveros, Ángel Berges y Francisco J. Valero.



Emilio Ontiveros y Ángel Berges dos años antes de la constitución de Afi

Junio

Como resultado de la integración de Gesmosa y Gesinca, dos sociedades que prestan servicios de inversión en mercados y que están partipadas por cajas de ahorros, se crea el nuevo grupo Ahorro Corporación. Todos los servicios de análisis de Ahorro Corporación se integran en Afi que pasa a ser una sociedad participada al 100% de Ahorro Corporación.

19 de febrero

Impartición del primer curso Afi sobre mercados financieros.

Eventos Afi

Eventos económico-financieros

1987

20 de mayo

El BOE publica la Orden Ministerial que autoriza la instrumentación del sistema de anotaciones en cuenta para las emisiones de deuda pública.

12 de junio

Telefónica comienza su cotización en la Bolsa de Nueva York con 54 millones de acciones procedentes de la cartera del Banco de España.

01 de julio

Entra en vigor el Acta Única Europea, cuyo objetivo principal es la construcción de un Mercado Único sin fronteras para productos, servicios, capitales y personas para el 1 de enero de 1993.

19 de octubre

Lunes negro: el Dow Jones pierde más de 500 puntos, la peor caída desde el *crac* de 1929.

1988

19 de febrero

El Sistema Monetario Europeo propone el ECU (Unidad de Cuenta Europea por sus siglas en inglés) como moneda común.

13 de junio

Se acuerda la liberalización de los movimientos de capital entre los doce países miembros de la CE a partir del 1 de julio de 1990. En el caso español su entrada en vigor se retrasa a finales de 1992.

20 de junio

Se firma el documento de fusión del Banco Central y Banesto.

29 de junio

El BOE publica la nueva Ley del Mercado de Valores.

01 de octubre

Se firman los documentos oficiales de la fusión entre el Banco Bilbao y Vizcaya.

1989

01 de enero

Comienza la presidencia española de la Comunidad Europea.

14 de abril

Aprobado en el Parlamento Europeo el informe sobre el desarrollo de la Unión Económica y Monetaria.

24 de abril

Comienza a funcionar el mercado continuo en las cuatro bolsas españolas.

16 de junio

El Gobierno aprueba la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo.

01 de julio

Comienza el desarme arancelario frente a la CE y países de la EFTA.

05 de diciembre

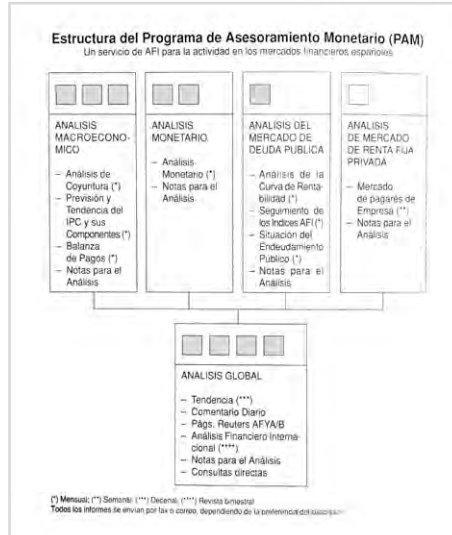
Inicio de la tercera legislatura de gobiernos del PSOE presididos por Felipez González.



Primer folleto comercial de Afi en c/ Virgen de los Peligros

Febrero

Afi traslada su sede social a la calle Virgen de los Peligros 3, Madrid, edificio en el que se encuentran parte de las oficinas del grupo Ahorro Corporación.



PAM-SIA: primeros servicios de asesoramiento de Afi

24 de enero

Incorporación por primera vez al capital social de Afi de socios profesionales: tras adquirir el 50% de la sociedad a Ahorro Corporación. Emilio Ontiveros, Ángel Berges, Francisco J. Valero, Daniel Manzano, Ignacio Ezquiaga y Miguel Morán forman el primer grupo de socios profesionales que se incorporan a la sociedad, siendo nombrado Emilio Ontiveros consejero delegado de la compañía.

1990

02 de enero

Las empresas extranjeras pueden cotizar en los mercados bursátiles españoles, al aprobar la CNMV la normativa que regulará la cotización de todas las entidades que quieran salir al mercado.

02 de agosto

Irak invade Kuwait iniciándose la Guerra del Golfo. El precio del barril sufre presiones alcistas y los mercados bursátiles registran fuertes caídas. La Bolsa de Madrid cae un 8,54%, la segunda mayor caída de su historia hasta entonces.

06 de agosto

Naciones Unidas aprueba el embargo total al comercio con Kuwait. El precio del barril de petróleo se dispara.

29 de diciembre

En la Bolsa de Madrid se pone en marcha el índice IBEX 35.

1991

14 de enero

Las bolsas internacionales caen arrastradas por el ultimátum dado por Naciones Unidas a Irak para que abandone Kuwait. El barril de petróleo sobrepasa de nuevo la barrera de los 30 dólares.

14 de mayo

El Banco Central y el Hispano Americano llegan a un acuerdo para su fusión.

05 de julio

El Instituto Nacional de Industria se dividirá en dos grupos, uno formado por las empresas del *holding* que acumulan pérdidas y otro por aquellas entidades que sean rentables.

08 de agosto

Se produce un intento de golpe de Estado en la URSS.

09 de diciembre

Se aprueba en Maastricht el Tratado de la UE, que define el proceso hacia la Unión Económica y Monetaria (UEM).

1992

Febrero

Entra en vigor la liberalización de los movimientos de capital entre España y terceros países. Una semana después, los países miembros de la UE firman en Maastricht el Tratado de la UE.

20 de marzo

El Consejo de Ministros aprueba el Programa de Convergencia europea, para la reducción del déficit público y la inflación.

02 de mayo

La CE y la EFTA firman el Tratado por el que se crea el Espacio Económico Europeo.

31 de diciembre

España ratifica el Tratado de la Unión Europea.

17 de febrero

Afi pone en marcha el servicio de apoyo a Comités de Activos y Pasivos (COAP), que llegará a contar con cerca de 30 entidades bancarias asesoradas.

17 de diciembre

Afi adquiere el edificio situado en la calle Españolito 19, Madrid, en el que se instala y sitúa su nueva sede social el año siguiente. Allí desarrolló su actividad durante los siguientes 22 años.



Sede de Afi en Españolito, 19

13 de junio

Afi constituye su filial Afi Escuela S.A. para canalizar sus actividades de formación en finanzas.

Septiembre

Inicio de la primera edición del Master en Banca y Finanzas (MBF).

Octubre

Primera edición de la Guía sobre el Sistema Financiero Español. Se han publicado desde entonces ocho ediciones.

28 de diciembre

Afi constituye la filial Afi Consultores de las Administraciones Públicas S.A. para canalizar sus actividades de asesoramiento y consultoría a las Administraciones públicas.

Eventos
Afi

1993

Eventos
económico-
financieros

01 Enero

Entra en vigor el Mercado Único Europeo.

17 Febrero

Tensiones en SME ante el fortalecimiento del marco alemán frente a las divisas española, italiana y francesa.

26 Abril

Las letras del Tesoro cotizan por primera vez en Bolsa.

09 Julio

Inicio de la cuarta legislatura consecutiva del PSOE con Felipe González.

30 Julio

La crisis del SME se agudiza. La peseta cotiza a mínimos históricos: 82,82 pesetas/marco. El Banco de España interviene en defensa de la divisa española.

02 Agosto

Las autoridades monetarias comunitarias deciden la ampliación de las bandas de fluctuación de todas las monedas para dar solución a la crisis.

01 Noviembre

Entra en vigor el Tratado de Maastricht.

1994

01 Enero

Se inicia la segunda fase de la Unión Económica y Monetaria. Entra en vigor el Espacio Único Europeo.

15 Abril

Nace la Organización Mundial del Comercio (OMC).

25 Abril

El Banco Santander adquiere Banesto por 313.300 millones de pesetas.

19 Mayo

Reforma laboral que modifica el Estatuto de los Trabajadores, que trata los despidos, la movilidad y la negociación colectiva.

02 Junio

Se publica la Ley de Autonomía del Banco de España, que entra en vigor al día siguiente.

16 Junio

La rentabilidad de la deuda pública española a diez años se sitúa en el 10,5%, arrastrada por el *crash* en los mercados europeos de deuda pública.

15 Julio

Se aprueba el nuevo Programa de Convergencia español.



Primera edición de la Guía del Sistema Financiero Español



Ángel Berges, Emilio Ontiveros y Francisco Javier López Somoza. Acto de apertura del Máster Banca y Finanzas, septiembre 1996

14 de febrero

Afi constituye Afi Tecnología Información y Finanzas S.A. para canalizar dos actividades innovadoras y emergentes del grupo: el asesoramiento y consultoría en el ámbito de las finanzas cuantitativas junto con la tecnología y la digitalización.

13 de junio

Se crean formalmente las áreas de Finanzas Cuantitativas y Soluciones Digitales.

Septiembre

Inicio de la primera edición del Máster en Finanzas Cuantitativas.

27 de noviembre

Afi comienza a ofrecer servicios directos a través de Internet y crea su página web.

1995

06 de marzo

El Comité Monetario de la UE decide una nueva devaluación de la peseta del 7%. El tipo de cambio central pasa a ser de 85,07 pesetas por marco.

26 de marzo

Entra en vigor el acuerdo de Schengen firmado por Bélgica, Alemania, Luxemburgo, Francia, España, Países Bajos y Portugal, por el que se establece la total libertad de circulación de personas.

06 de abril

Se alcanza el Pacto de Toledo que orientará las futuras reformas de la seguridad social y del sistema de pensiones en España.

05 de octubre

El Gobierno aprueba el proyecto de Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados.

17 de diciembre

El Consejo Europeo celebra la Cumbre de Madrid, con la que concluye la presidencia española de la UE, que comenzó en julio. En ella se adopta el nombre de euro.

1996

05 de marzo

El Gobierno de los EE. UU. aprueba la ley Helms-Burton, que endurece el embargo contra Cuba.

29 de marzo

Comienza la Conferencia Intergubernamental en Turín en la que se debatirá la reforma del Tratado de Maastricht y la posible ampliación de la UE hacia el Este.

04 de mayo

Tras la victoria electoral del PP, José M^a Aznar asume la presidencia del gobierno después de más de 13 años de gobiernos socialistas.

09 de octubre

Gobierno y sindicatos firman el acuerdo sobre las pensiones que desarrolla el Pacto de Toledo.

15 de diciembre

El Consejo Europeo aprueba la estructura del nuevo mecanismo de cambio entre el euro, los aspectos básicos del marco jurídico del euro y los principios del Pacto de Estabilidad.

1997

20 de enero

Comienza la colocación de acciones de Telefónica, la operación financiera más importante de la historia de España hasta la fecha.

25 de abril

El Consejo de Ministros aprueba el Plan de Estabilidad 1997-2000, con el que España deberá incorporarse al euro.

13 de junio

El BOE publica la regulación de las operaciones con derivados que pueden realizar los fondos de inversión.

16 de junio

Los líderes de la UE alcanzan en Ámsterdam un acuerdo para completar la Unión Monetaria con una dimensión económica y social, tal y como solicitaba Francia.



Primera edición del Foro de Segovia de Finanzas, 2001

15 de febrero

Afi constituye Fundación Afi para canalizar sus actividades de responsabilidad social corporativa, voluntariado y contribución a la alfabetización financiera.

04 de noviembre

Se constituye CAP Auditores S.L. para proporcionar servicios de auditoría orientados a las Administraciones públicas.

Eventos
Afi

1998

1999

Eventos
económico-
financieros

20 de junio

El BOE publica la Orden Ministerial por la que se autoriza al Tesoro a emitir los *strips* a partir de los bonos segregables.

23 de octubre

La crisis del Sudeste Asiático alcanza Wall Street, y a las bolsas europeas. La Bolsa de Madrid registra un retroceso del 2,43%.

27 de noviembre

La liberización del sector eléctrico se materializa en la Ley 54/1997.

08 de enero

Los mercados de Indonesia se colapsan. Corea del Sur negocia reestructuración de su deuda extrema para escapar de la suspensión de pago.

01 de junio

Se constituye el Sistema Europeo de Bancos Centrales, compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y por los nacionales participantes en el euro.

16 de noviembre

Se aprueba la Ley 34/1998, de reforma del mercado de valores.

31 de noviembre

El Consejo Europeo fija el tipo de conversión entre el euro y las monedas de los Estados miembros que adoptan la moneda única. El tipo de cambio de la moneda europea frente a la peseta queda fijado en 166.386 pesetas.

01 de enero

Comienza la tercera y última fase de la UEM con la puesta en marcha de la moneda única, el euro.

05 de enero

Se aprueba la Ley 1/1999 reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y sus sociedades gestoras.

01 de mayo

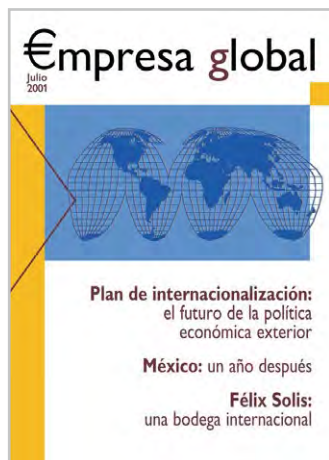
Entra en vigor el Tratado de Amsterdam, considerado la Constitución de la UE, y que sustituye al Tratado de Maastricht.

01 de junio

Comienza a operar SENAF, plataforma electrónica de negociación de bonos y obligaciones de Deuda Pública española.

02 de julio

Las autoridades cubanas anuncian su disposición a realizar en euros todas las transacciones comerciales con países de la eurozona.



Primer número de la revista Empresa Global

10 de mayo

Se constituye Ediciones Empresa Global S.L. para canalizar la actividad editorial y de publicaciones del grupo.

Julio

Se publica el primer número de la revista corporativa Empresa Global.

12 de septiembre

Se constituye Exportalia S.L. junto con varias cajas de ahorros para el desarrollo de operaciones internacionales y de comercio exterior.

2000

18 de junio

El BCE realiza su primera intervención en el mercado de divisas, a petición del Banco Central de Japón, con el objetivo de parar la depreciación del yen frente al euro, que alcanzó un máximo histórico del 122,6 yenes/euro.

05 de marzo

La filial de BBVA, Uno-e, y la entidad británica First-e, protagonizan la primera fusión de bancos por Internet en Europa.

20 de marzo

Las Bolsas de París, Ámsterdam y Bruselas se fusionan en Euronext.

26 de abril

Segunda legislatura de gobiernos del PP presididos por José M^a Aznar.

08 de mayo

El BBVA anuncia que realizará la mayor ampliación de capital de la historia de la banca, 550.000 millones de pesetas, para financiar su expansión en América Latina y su inversión en digitalización.

19 de mayo

Las bolsas europeas se derrumban, por la caída de los valores tecnológicos y la debilidad del euro.

06 de diciembre

El FMI lanza una línea de ayuda a Turquía para que enfrente la grave crisis financiera. A cambio, le exige la liberación de su economía y reformas en el sector bancario.

2001

01 de enero

La Unión Monetaria Europea se amplía a doce países, con la incorporación de la dracma griega a la moneda única.

26 de febrero

Los Quince firman el tratado de Niza, que pretende resolver los principales problemas de la UE, fijando un nuevo reparto de poder en las instituciones europeas.

26 de marzo

El Consejo Europeo, celebrado en Estocolmo, aprueba el informe Lamfalussy sobre regulación de los mercados bursátiles.

11 de septiembre

Ataque terrorista en EE. UU. La Bolsa de Nueva York permanecerá cerrada varios días.

03 de diciembre

Enron se declara en quiebra, la mayor de la historia, al ascender la deuda de la compañía a 31.200 millones de dólares.

16 de enero

Se constituye Escuela de Gestión Pública S.L. para proporcionar servicios de formación específicamente orientados a las Administraciones públicas.

24 de febrero

Con el desarrollo de internet, se constituye Afinet Global S.A. para proporcionar originalmente servicios de información y asesoramiento online.

16 de junio

Se constituye Inversiones Españolito S.L. para integrar todas las participaciones de los socios profesionales en las empresas del grupo.

Octubre

Se crea formalmente el área internacional de Afi.



Encuentro estratégico en El Paular, septiembre 2003

Eventos Afi

Eventos económico-financieros

2002

01 de enero

Comienzan a circular las monedas y billetes de euro en doce países.

15 de febrero

Se constituye Bolsas y Mercados Españoles (BME), donde quedan integradas las bolsas, los mercados de renta fija y de derivados y los sistemas de compensación y liquidación.

28 de febrero

La peseta desaparece tras 133 años.

19 de abril

El Banco Central de Argentina ordena el cierre por tiempo indeterminado de los bancos y el mercado cambiario para evitar la fuga masiva de depósitos.

30 de junio

Termina el plazo para cambiar las pesetas por euros en cajas de ahorros y bancos. Según datos del Banco de España, casi medio billón de pesetas, el 56% del total, no se ha cambiado a euros.

2003

01 de febrero

Entra en vigor el Tratado de Niza.

04 de febrero

La República Federal de Yugoslavia (RFY) deja de existir oficialmente y da paso al Estado de Serbia-Montenegro.

20 de marzo

Inicio de la Guerra de Irak o de la Segunda Guerra del Golfo: tropas de EE. UU. y de otros tres países invaden Irak.

16 de abril

Los 15 países de la UE y 10 países surgidos de lo que fue la antigua Europa comunista firman en Atenas un tratado de ampliación que debe permitir que la UE pase a 25 miembros el 1 de mayo de 2004.

2004

11 de marzo

En Madrid se producen los atentados del 11-M contra cuatro trenes de la red de Cercanías de Madrid llevados a cabo por terroristas yihadistas.

17 de abril

José Luis Rodríguez Zapatero es nombrado presidente del gobierno tras la victoria electoral del PSOE.

19 de agosto

Google sale a bolsa.

11 de octubre

Nuevo record. El barril de Brent supera los 50 dólares. La inestabilidad en las zonas de producción, la guerra de Irak, los ciclones y huracanes, las huelgas y la especulación disparan el precio en Europa y EE. UU.

29 de octubre

Los 25 Jefes de Estado y de Gobierno de la UE firman en Roma el Tratado por el que se establece una Constitución para Europa.



Emilio Ontiveros con la Comisión Ejecutiva de Afi, mayo 2005

10 de enero

Se constituye Españaoleto Inmuebles S.A., sociedad en la que se integran los activos inmobiliarios del grupo una vez segregados de Afi.

08 de septiembre

Se constituye Analistas Operaciones Empresariales S.L. (posteriormente Alienzo) con un tercero para proporcionar servicios de desarrollo corporativo.

15 de septiembre

Se constituye Talasso Patrimonios S.L. (posteriormente Afi Valoraciones S.L.) junto con Sa Nostra para proporcionar servicios de asesoramiento y consultoría empresarial, financiera y estratégica en Islas Baleares.

03 de octubre

Emilio Ontiveros asume la presidencia de Afi y Ángel Berges es nombrado nuevo consejero delegado.

2005

20 de febrero

En España se realiza un referéndum nacional para la ratificación de la Constitución Europea. La participación fue solo del 42 %, y el 76,7 % de los votantes aprueba la nueva Constitución.

18 de marzo

Se constituye Viálogos Consultoría Corporativa S.L. junto con la Caja de Navarra.

19 de octubre

La inversión de las compañías de capital riesgo en España durante los nueve meses de 2005 ascendió a 2.075 millones de euros, un 140% más que en el mismo periodo del año 2004.

27 de octubre

Se anuncia que la cifra de déficit comercial español será la mayor de toda Europa en 2005, tras haber crecido un 33,6% en los ocho primeros meses del año.

2006

09 de mayo

Estalla el fraude de Fórum Filatélico y Afinsa.

10 de octubre

Google compra el sitio de vídeos por internet YouTube por 1.650 millones de dólares.

19 de octubre

El endeudamiento de las familias españolas ha marcado un récord histórico situándose en 772.512 millones de euros, lo que representa más del 82% del PIB, y supone un incremento del 19,4% respecto al mismo periodo del 2005, según los datos del Banco de España.

28 de noviembre

BBVA lleva a cabo una ampliación de capital de 3.000 millones de euros, un 5%. El banco dice que el objetivo es recuperar el ratio de *core capital* y situarlo en el 6,2% en 2007.

2007

11 de enero

Jean Claude Trichet, presidente del BCE, advierte que actuará con firmeza para asegurar la estabilidad de los precios.

11 de noviembre

Santander anuncia una ampliación del 25% de su capital por un valor de 7.200 millones de euros destinada a reforzar su solvencia.

22 de noviembre

Los créditos dudosos rozan los 14.000 millones tras crecer este año un 34%.

04 de diciembre

La crisis de las hipotecas subprime hace estragos en entidades norteamericanas. JPMorgan rebaja sus provisiones de beneficio para ella misma y para otros cuatro pesos pesados como Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch y Lehman Brothers.

19 de diciembre

Constitución de Gestión Tributaria Territorial S.A. (GTT), junto con más de una decena de cajas de ahorros, para proporcionar servicios de apoyo a la gestión tributaria de las Administraciones públicas.



David Cano impartiendo clase de gestión de activos

15 de septiembre

Transformación de Afi en Afinet Global S.A. en Afinet Global EAFI S.A. (empresa supervisada por la CNMV) para prestar servicios de asesoramiento en materia de inversión.



Número 100 de la revista Empresa Global, dedicado a la diversificación geográfica

Eventos
Afi

2008

Eventos
económico-
financieros

14 de septiembre

Quiebra el cuarto banco de inversiones del mundo, Lehman Brothers. Desata el pánico ante la amenaza de un *crash* financiero mundial. El BCE y la Reserva Federal de los EE. UU. inyectaron liquidez en los mercados y el Bank of America compra del banco de inversión Merrill Lynch.

03 de octubre

La Cámara de Representantes de los EE. UU. aprueba el plan de rescate propuesto por la Administración Bush destinado a combatir la recesión económica.

27 de noviembre

El Gobierno presenta ante el Congreso de los Diputados el que sería conocido como Plan E para combatir el desempleo.

31 de diciembre

La Bolsa española cerró el peor año de su historia. El IBEX 35 cayó cerca de un 40%, una caída similar a la del índice Dow Jones de la Bolsa de Nueva York.

2009

01 de enero

Eslovaquia se une a la zona euro, sumando así 16 Estados.

02 de abril

EL G-20, reunido en Londres, decide crear un fondo de un billón de dólares para asistir a los países con mayores dificultades ante la crisis.

02 de junio

General Motors, el segundo fabricante de automóviles del mundo, se declara en bancarota.

26 de junio

El Gobierno anuncia la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) para hacer frente a los problemas que puedan presentar las entidades financieras. El FROB estará dotado inicialmente con 9.000 millones de euros.

01 de octubre

Se realiza el primer test de estrés por parte de la EBA (European Banking Authority).

2010

29 de enero

Tras conocerse que el déficit público había alcanzado el 11,4% del PIB en 2009, el Gobierno anunció la puesta en marcha de un plan de austeridad inmediato de 5.000 millones de euros.

30 de abril

La tasa de paro rebasa el 20%, alcanzando los 4.612.700 parados (el 20,05% de la población activa).

02 de mayo

La Comisión Europea, el BCE y el Fondo Monetario Internacional respondieron a la crisis griega con el lanzamiento de un préstamo de rescate de 110.000 millones de euros.

12 de mayo

Giro de la política económica del Gobierno ante el riesgo de intervención por la UE, en el contexto de la crisis del euro, aplicando duras medidas de ajuste.



Emilio Ontiveros y Juan José Toribio debatiendo en CNN+ sobre la necesidad de reestructuración del sistema bancario, 2011

2011

08 de abril

Portugal pide el rescate del fondo financiero de la UE.

09 de mayo

En Grecia, la crisis financiera de la deuda soberana se acrecienta ante los rumores de un nuevo rescate. Las bolsas de toda Europa bajan ante la incertidumbre.

15 de julio

Italia aprueba un plan de ajuste de 79.000 millones de euros y aumenta la incertidumbre sobre la crisis de la eurozona.

01 de agosto

Aumento de la edad legal de jubilación hasta los 67 años y del Periodo de Computo hasta los 25 años.

05 de agosto

La prima de riesgo de la deuda española respecto de la deuda alemana alcanza máximos históricos.

25 de noviembre

Test de Estrés EBA: ocho de las 90 entidades financieras europeas más importantes suspendieron el examen por no mantener mínimamente un capital básico del 5%.

Diciembre

El BCE pone en marcha el primer programa de LTRO (*Longer Term Refinancing Operation*) en el marco de la crisis financiera internacional.

09 de diciembre

En Bruselas concluye la histórica cumbre europea destinada a tomar medidas para salvar el euro y solucionar la grave crisis de deuda soberana de los países de la UE.

20 de diciembre

Mariano Rajoy asume la presidencia del gobierno.

2012

27 de enero

Se aprueba la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera de las Administraciones públicas que establece techos de gasto para todas las administraciones.

03 de febrero

El Gobierno aprueba una nueva reforma financiera (tercera desde que empezó la crisis). Los bancos deberán contar con fondos propios de hasta 52.000 millones de euros para cubrir los riesgos. El Gobierno amplía el capital del FROB hasta los 15.000 millones.

Febrero

El BCE pone en marcha el segundo programa de LTRO.

10 de febrero

Reforma laboral que abarata el coste del despido.



Voluntariado en México de Fundación Afi, 2012

Febrero

Afi comienza a participar activamente en el proceso de reestructuración bancaria en España que se prolongará durante varios años.

03 de julio

Se constituye Afi, Servicios Tecnológicos Avanzados S.L con la incorporación de un socio externo para prestar servicios informáticos.

Eventos
Afi

Eventos
económico-
financieros

2013

09 de mayo

En España, el Gobierno anuncia recortes de 10.000 millones en Educación y Salud y la nacionalización de Bankia.

25 de mayo

El Consejo de Administración de Bankia pide una inyección de 19.000 millones de euros de dinero público para su matriz, el mayor rescate financiero de la historia de España.

09 de junio

El Ministro de Economía, Luis de Guindos, anuncia que España ha solicitado y obtenido un rescate financiero de la UE de hasta 100.000 millones de euros.

26 de julio

Mario Draghi, presidente del BCE, alivia la tormenta financiera afirmando que actuará a fondo para garantizar el futuro de la moneda única (*whatever it takes*).

12 de septiembre

La Comisión Europea presenta un proyecto de reglamento que asigna tareas específicas de supervisión al BCE y describe el papel y las responsabilidades a desempeñar por la EBA dentro del marco de supervisión bancario.

28 de septiembre

La consultora Oliver Wyman concluye que las necesidades de capital de la banca española ascienden a 53.745 millones de euros.

23 de marzo

El Gobierno convierte las participaciones preferentes en acciones de los bancos, con un recorte del valor de los títulos que oscila entre el 10% y el 70%.

26 de abril

El Gobierno aprueba el Plan Nacional de Reformas y la Actualización del Programa de Estabilidad 2013-2016 que presentará a la Comisión Europea. Se dilata el ajuste de las cuentas públicas, retrasando el objetivo de reducir el déficit al 3% del PIB desde 2014 a 2016.

23 de julio

Se confirma que la economía española decreció durante ocho trimestres seguidos, superando su recesión de 1975.



Afi en Marruecos: Javier Paredes con el rey emérito y otras autoridades españolas y marroquíes en la presentación del libro Economía Marruecos-España

23 de enero

Constitución Analistas Financieros Internacionales Maroc para la provisión de servicios de consultoría en Marruecos.

17 de febrero

Los socios profesionales pasan a tener la totalidad de la propiedad de la compañía tras adquirir el 50% restante de la misma a Ahorro Corporación S.A.

03 de marzo

Constitución de Analistas Financieros Internacionales SAC (Perú) para la provisión de servicios de consultoría.

Junio

Se crea una oficina de Afi en Marruecos.



Emilio Ontiveros con el Consejero Banco Central de Perú

2014

23 de octubre

El BCE, junto con las autoridades nacionales competentes, realiza la evaluación global (*comprehensive assessment*) de 130 bancos a nivel europeo.

14 de noviembre

El Eurogrupo asume el final del rescate financiero de la banca española (que ha supuesto algo más de 40.000 millones de euros) sin imponer condiciones adicionales.

23 de diciembre

Introducción del Factor de Sostenibilidad y del Índice de Revalorización del Sistema de Pensiones de la Seguridad Social en España.

27 de diciembre

El BOE publica la Ley 26/2013 de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, a través de las cuales las antiguas cajas de ahorros pueden continuar su obra social.

19 de marzo

El Parlamento europeo aprueba la creación del Fondo Único de Resolución para la liquidación o reestructuración de los bancos europeos con problemas. Entrará en funcionamiento en 2016.

03 de abril

El presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, manifiesta el compromiso del Banco a «usar instrumentos no convencionales dentro de su mandato para hacer frente a los riesgos de un periodo demasiado prolongado de baja inflación».

17 de abril

Jueves negro, mayor caída histórica del IBEX 35, cediendo un 14%.

15 de mayo

Entra en vigor el reglamento marco del Mecanismo Único de Supervisión.

Junio

El BCE anuncia la primera serie de las nuevas operaciones de financiación para el sistema bancario europeo con objetivo específico, las denominadas TLTRO (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*).

19 de agosto

Entra en vigor el reglamento sobre el Mecanismo Único de Resolución, que establece normas y procedimientos uniformes para la resolución de los bancos, respaldado por el Fondo de Resolución Única.

Octubre

El BCE da comienzo el programa de compra de activos (APP - *Asset Purchase Programme*, en el marco de la política expansión cuantitativa (QE)).

26 de octubre

La EBA publica los resultados del primer test de estrés realizado a 123 entidades europeas, buscando recuperar la resiliencia e incrementar la confianza en el mismo.

13 de febrero

Daniel Manzano es nombrado nuevo consejero delegado de la compañía.

06 de marzo

Se integran en Afi: Afi Tecnología, Información y Finanzas S.A., Afinet Global Finanzas S.A., Afi Valoraciones S.L. e Inversiones Españolto S.L.

Abril

Se crea un área de Analítica Avanzada de datos.

Septiembre

Comienzo de la primera edición de los másteres en *Data Science* y *Big Data*.

01 de septiembre

Cambio de sede social a calle Marqués de Villamejor 5, Madrid.

17 de noviembre

Constitución de Afi Riesgos Estructurales S.L. para proveer de consultoría en ALM.



Nueva sede de Afi en Marqués de Villamejor, 5

Eventos
Afi

2015

10 de febrero

El Gobierno privatiza el 49% de Aena, empresa estatal propietaria de los aeropuertos españoles, siendo el ente público ENAIRE el accionista mayoritario.

10 de marzo

El Banco de España interviene el Banco de Madrid del que era propietario la Banca Privada de Andorra (BPA).

28 de junio

Grecia declara el corralito bancario ante el fracaso de las negociaciones por la crisis de la deuda soberana.

28 de julio

Cuba y EE. UU. restablecen oficialmente sus relaciones diplomáticas canceladas en 1961, con la apertura de las embajadas.

Eventos
económico-
financieros

2016

23 de junio

Reino Unido decide, mediante referéndum (Brexit), dejar de ser miembro de la UE. Como consecuencia, el IBEX 35 sufre la mayor caída de su historia hasta la fecha.

26 de junio

Elecciones generales: el Partido Popular gana las elecciones obteniendo la mayoría simple en el Senado y en el Congreso.

Junio

El BCE anuncia la segunda serie de operaciones de financiación con objetivo específico conocidas como TLTRO II.

30 de julio

Se efectúa un nuevo test de *stress* por parte de la Autoridad Bancaria Europea. Los seis bancos españoles aprueban los test, siendo Bankia la entidad más sólida.

29 de octubre

Mariano Rajoy es elegido presidente del gobierno de España tras la etapa más larga vivida por un presidente en funciones.

08 de noviembre

En Estados Unidos se celebran elecciones presidenciales. Donald Trump vence a Hillary Clinton.

30 de diciembre

En 2016 España se convierte en el segundo país de la Eurozona que más crece.

22 de febrero

Se produce un relevo generacional en la dirección de la compañía, siendo nombrado nuevo consejero delegado Borja Foncillas, con una comisión ejecutiva compuesta de forma mayoritaria por socios de su segunda generación.

Mayo

Se crea una oficina de Afi en Argelia.

23 de junio

Constitución de Afi México CV SA para la provisión de servicios de formación en aquel país.

Septiembre

Constitución de Afi FinReg Compliance Solutions S.L. junto a un socio externo para la provisión de servicios de cumplimiento normativo a entidades.



Luis de Guindos, Emilio Ontiveros y Ángel Berges en la celebración del 30 aniversario de Afi



Borja Foncillas y Emilio Ontiveros en la sede de Afi en Serrano 80, 2019

2017

20 de enero

Real Decreto-Ley 1/2017 de medidas urgentes de protección de consumidores en materia de cláusulas suelo.

07 de junio

El Banco Popular es declarado por el Mecanismo Único de Supervisión (SSM) como inviable o a punto de serlo y es absorbido por el Banco Santander.

12 de junio

La Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV) prohibió con efectos inmediatos las ventas en corto y operaciones similares relacionadas con acciones de Liberbank, para evitar ataques especulativos provocados por el efecto contagio del proceso del Banco Popular.

01 de diciembre

La tasa de paro alcanza su nivel más bajo para cierre de un año desde el inicio de la crisis en 2008.

2018

01 de enero

Comienzo de aplicación del nuevo marco de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF 9).

19 de abril

El FMI revela que España supera a Italia en PIB per cápita por primera vez en su historia.

31 de mayo

Primera moción de censura de la historia que prospera en España, nombrando Presidente del Gobierno a Pedro Sánchez (PSOE).

01 de junio

Luis de Guindos toma posesión de su cargo como nuevo vicepresidente del Banco Central Europeo.

11 de junio

Pablo Hernández de Cos ocupa el cargo de gobernador del Banco de España.

18 de junio

Comienza la crisis política en Italia. El *spread* de la deuda italiana a dos años se sitúa por encima del de la deuda a 10 años.

03 de noviembre

El BCE publica los resultados del tercer ejercicio de Test de Estrés realizado a la banca europea. La banca española se encuentra entre las más resistentes a pesar de partir con peores niveles de solvencia.

31 de diciembre

El euro cumple 20 años.

29 de mayo

Transformación de Afinet Global EAFI S.A. en Afi Inversiones Globales SGIIC S.A., para la prestación de servicios institucionales a empresas de servicios de inversión.

22 de octubre

Constitución por la Gestora de Bolsa Social Impacto, FESE, un fondo de capital riesgo de impacto ASG.



Miembros de la Gestora de Afi

Eventos
Afi

2019

07 de marzo

El BCE anuncia el mantenimiento de tipos de interés y el lanzamiento de nuevas operaciones trimestrales bajo el paraguas de TLTRO-III, con el objetivo de preservar condiciones favorables de crédito.

01 de junio

El bono español a 10 años cae por primera vez en su historia por debajo del 0,5%.

20 de agosto

Conte, primer ministro italiano, dimite. Fin de la coalición de la Lega y el M5S.

Septiembre

El BCE anuncia la tercera serie de operaciones de financiación con objetivo específico, conocidas como TLTRO III.

23 de septiembre

Un total de 31 bancos se suman al Compromiso Colectivo de Acción por el Clima de Naciones Unidas.

01 de noviembre

Christine Lagarde sustituye a Mario Draghi como presidenta del BCE.

02 de diciembre

Comienza en Madrid la 25ª Conferencia de las Partes de Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (COP25).

11 de diciembre

Se diagnostica el primer caso de contagio por el virus SARS - CoV-2 en Wuhan, China.

19 de diciembre

El Banco de Suecia acaba con los tipos de interés negativos después de casi cinco años (+25 puntos básicos).

2020

07 de enero

Se conforma el primer Gobierno de coalición de la historia de España, formado por PSOE y Unidas Podemos, bajo la presidencia de Pedro Sánchez.

31 de enero

Primer caso positivo de COVID en España.

01 de febrero

Se materializa la salida del Reino Unido de la UE.

03 de marzo

La Reserva Federal reduce tipos de interés en 50 pb como respuesta inicial a la COVID-19.

09 de marzo

Se sufre la mayor caída en la Bolsa de Valores a nivel global desde 2008, conocido como Black Monday. El IBEX 35 cae un 8%.

Eventos
económico-
financieros



Miembros de la Comisión Ejecutiva. De izquierda a derecha, Esteban Sánchez, César Cantalapiedra, Ángel Berges, Borja Foncillas, Pablo Mañueco y Mónica Guardado



Miembros de la Comisión Ejecutiva. De izquierda a derecha, Diego Vizcaíno, Virginia González y David Cano

11 de marzo

La Organización Mundial de la Salud reconoce como pandemia la enfermedad causada por el virus SARS-CoV-2. Tras ello se produce la mayor caída histórica del IBEX 35, cediendo un 14%.

14 de marzo

El Gobierno de España decreta el Estado de Alarma.

15 de marzo

La Reserva Federal reduce tipos hasta el 0-0,25% y anuncia compras de deuda por importe de 700.000 millones de dólares. Posteriormente medidas adicionales de inyección de liquidez.

17 de marzo

Se publica el Real Decreto 8/2020 en el que se anuncia la línea de avales de un importe máximo de 100.000 millones de euros a través del ICO y las moratorias de préstamos con carga hipotecaria para aquellos hogares con vulnerabilidad económica.

Posteriormente (3 de julio) se aprobó una nueva línea por 40.000 millones.

El BCE anuncia el programa de compras de valores de emergencia debido a la pandemia (PEPP- Pandemic Emergency Purchase Programme), por 750.000 millones de euros. En paralelo se comunica a las entidades bancarias la posibilidad de aplicar con mayor flexibilidad el tratamiento prudencial de los préstamos respaldados por medidas de apoyo público.

23 de marzo

La Reserva Federal anuncia que las compras de deuda serán ilimitadas.

28 de marzo

El Banco Central Europeo (BCE) pide a los bancos de la eurozona que no distribuyan dividendos ni compren sus propias acciones para enfrentar la crisis del coronavirus.

20 de abril

Por primera vez en su historia, el precio en dólares del barril de West Texas cotiza en negativo a -40,40\$/barril.

20 de junio

Fin del Estado de Alarma y definición de “nueva normalidad” con restricciones de aforo y otras medidas de contención.

21 de julio

El Consejo Europeo acuerda un instrumento excepcional de recuperación conocido como Next Generation EU por un importe de 750.000 millones de euros. España recibirá aproximadamente 140.000 millones de euros.

18 de septiembre

Los Consejos de Administración de Caixabank y Bankia aprueban su fusión.



Vuelta a la oficina tras la pandemia, septiembre 2020

31 de marzo

Fusión por absorción de Analistas Financieros Internacionales S.A. de Afi Consultores de las Administraciones Públicas S.A.

26 de mayo

Constitución de Afi Corporate Venturing S.L. para canalizar las participaciones de Afi en el capital de empresas innovadoras.

18 de junio

Constitución de Afi Seniors S.L. para realizar servicio de asesoramiento independiente en Hipotecas Inversas.



Nuevos socios, 2021. De arriba a abajo: Aitor Milner, Claudia Antuña, Ignacio Astorquí, Carmen López, Rocio Ábalo y Juan Manuel Bazo

Eventos
Afi

2021

Eventos
económico-
financieros

13 de noviembre

El 13 de noviembre vio la luz la Ley 7/2020, para la transformación digital del sistema financiero, conocida como Sandbox Regulatorio.

16 de noviembre

BBVA anuncia la venta de su filial en Estados Unidos.

29 de diciembre

Unicaja y Liberbank aprueban su fusión.

31 de diciembre

El sistema bancario español cierra el año con pérdidas como consecuencia de los intensos saneamientos acometidos ante el impacto de la pandemia.

12 de marzo

El Gobierno aprueba el Código de Buenas Prácticas para la coordinación con entidades financieras de medidas de refuerzo de solvencia y autónomos y empresas.

26 de marzo

Culmina la absorción de Bankia por CaixaBank.

28 de junio

Instrumento de Recuperación de la UE (NextGenerationEU): la Comisión desembolsa 800 millones de euros.

23 de julio

El BCE levanta la prohibición de distribuir dividendos a los bancos desde octubre.

26 de julio

Culmina la absorción de Liberbank por Unicaja.

30 de julio

Se publican los resultados del cuarto ejercicio de Test de Estrés realizado a la banca europea, donde los escenarios contemplan una severidad máxima a raíz de la crisis económica provocada por la COVID-19. La banca española logra unos resultados mejores que la media europea.

28 de octubre

La Comisión Europea publica la propuesta de un nuevo paquete bancario 2021: Finalización de Basilea III.

03 de noviembre

La Fed anuncia que comenzará a reducir las compras de deuda a partir de diciembre de 2020 hacia un volumen mensual de 90.000 millones de dólares estadounidenses.

15 de noviembre

BBVA lanza una OPA por el 50,5% que no controlaba de su filial turca Garanti.

Fundación Afi Emilio Ontiveros

01 de agosto

Fallece Emilio Ontiveros, fundador y presidente de Afi.

23 de septiembre

Borja Foncillas, consejero delegado, toma el relevo en la presidencia del grupo con Ángel Berges como vicepresidente.

21 de octubre

Redenominación de la Fundación Afi, que pasa a ser Fundación Afi Emilio Ontiveros.



Borja Foncillas y Ángel Berges, 2022

2022

01 de enero

Se acaba la libre circulación de personas, mercancías, servicios y capitales entre el Reino Unido y la UE.

Entrada en vigor en España de la reforma laboral que limita el uso de la contratación temporal, entre otros aspectos.

20 de febrero

Comienza el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Tres días después, la Comisión Europea aprueba el primer paquete de sanciones a Rusia en respuesta al conflicto. Se incluyen sanciones individuales, restricciones a las relaciones económicas y el acceso de Rusia a los mercados de servicios financieros y de capitales de la UE. En los próximos meses se aprobarán hasta seis paquetes de sanciones.

22 de febrero

Aumento del salario mínimo hasta los 1.000 euros brutos mensuales.

12 de abril

El Euribor 12 meses toca terreno positivo por primera vez en un lustro.

29 de junio

Tiene lugar la cumbre de la OTAN en Madrid entre el 29 y 30 de junio en un contexto de máxima tensión geopolítica.

30 de junio

El Índice General de Precios toca máximos históricos y se sitúa por encima del 10%, con la inflación subyacente por encima del 5%.

05 de julio

El Euro toca mínimos en 20 años frente al dólar (1,02 EUR/USD).

08 de julio

La EBA publica los resultados del primer test de estrés climático realizado a la banca europea, donde se estiman unas pérdidas de unos 70.000 millones de euros.

21 de julio

El BCE sube los tipos en 50 pb, terminando con la era de tipos de interés negativos. Anuncia la creación de Mecanismo de Protección de la Transmisión (TPM).

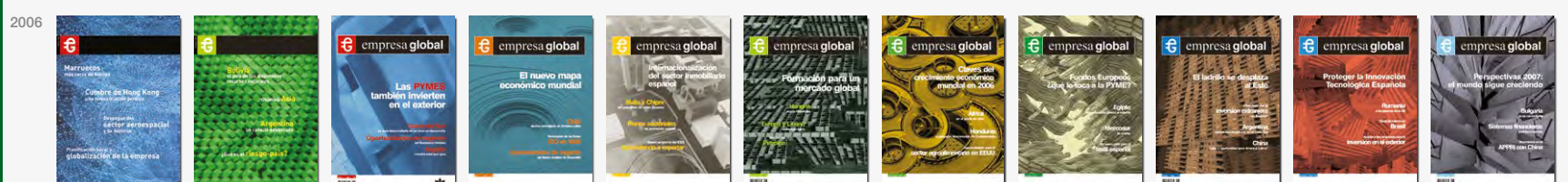
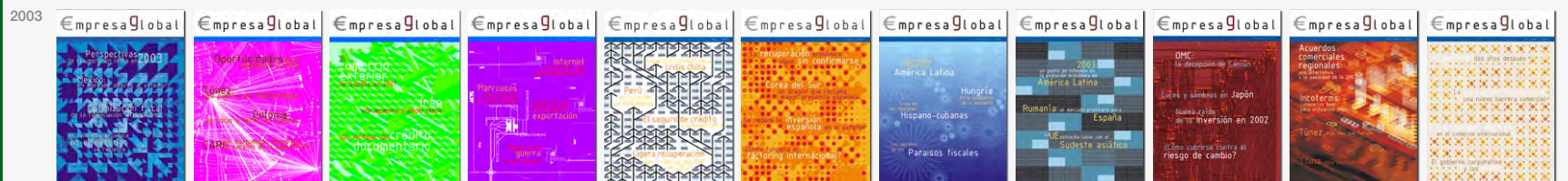
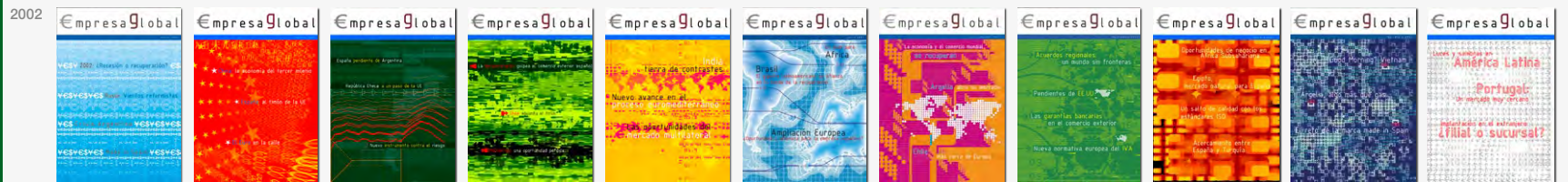
15 de septiembre

El BCE sube sus tipos de interés de referencia tres cuartos de punto, la mayor subida acordada en su historia por la entidad en el contexto de las importantes tensiones inflacionistas surgidas en la eurozona.

EMPRESA GLOBAL

Empresa Global es la revista corporativa de Afi que aborda regularmente temas relacionados con la economía, las finanzas y la tecnología.

Cumple 21 años de comparecencia pública. Este libro es el nº 228, un número extraordinario que conmemora los 35 años de vida de Afi.





2008



2009



2010



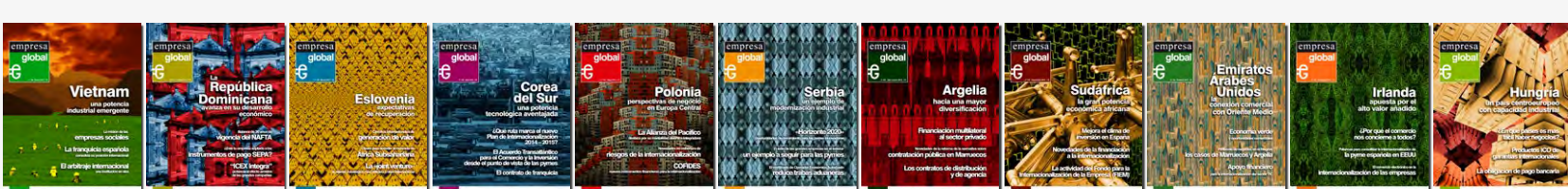
2011



2012

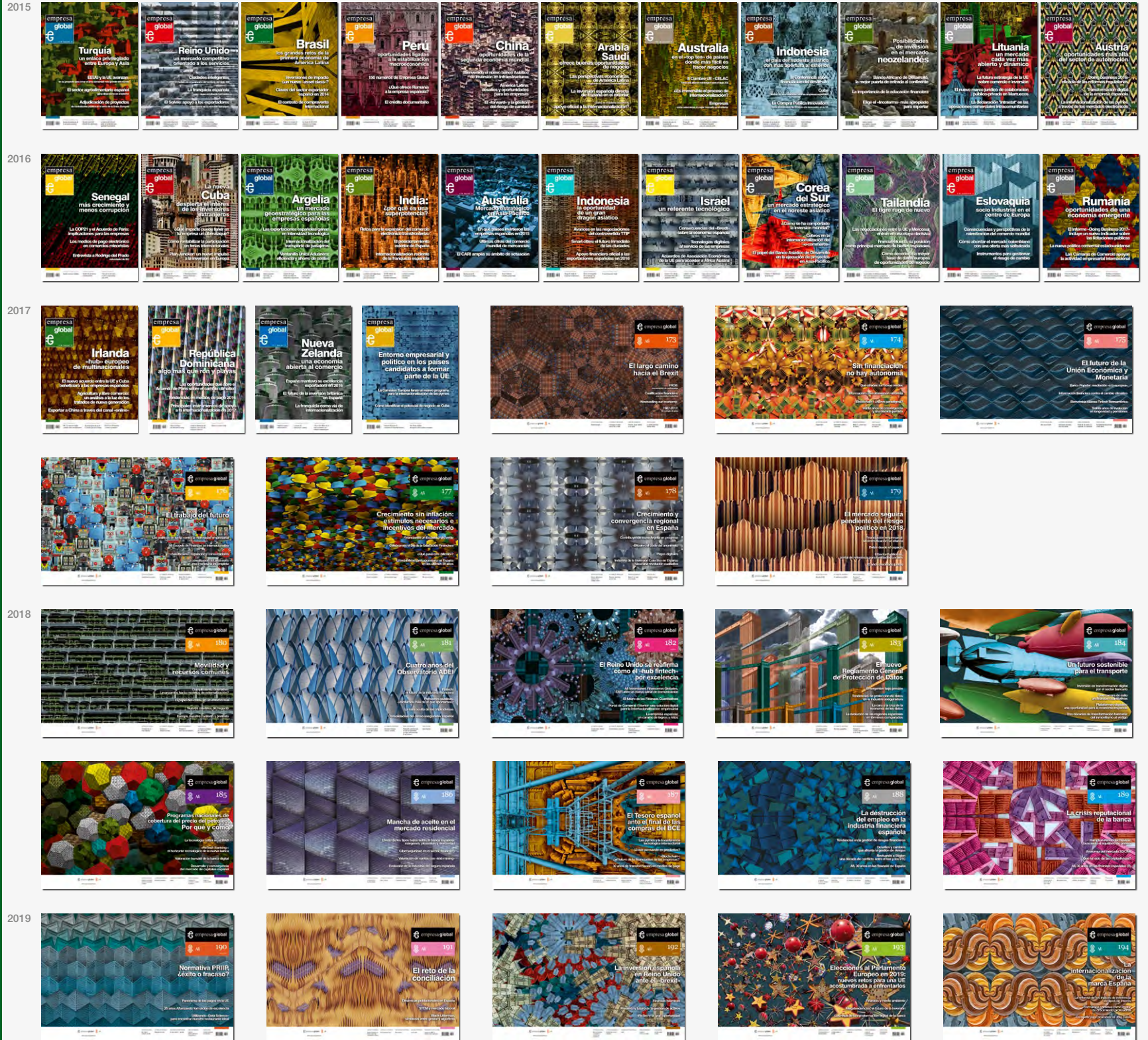


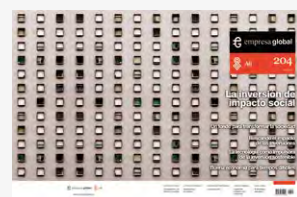
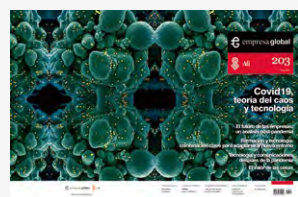
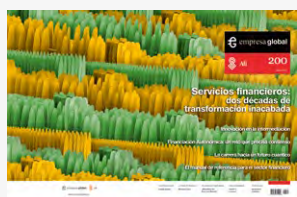
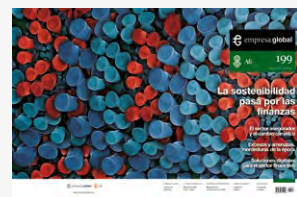
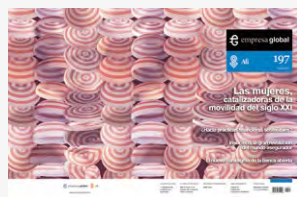
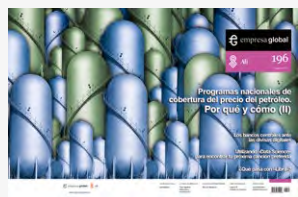
2013



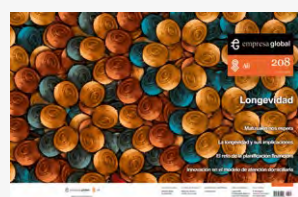
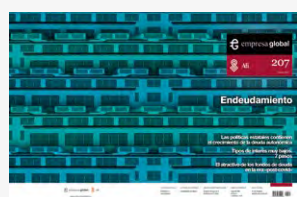
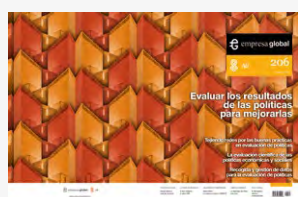
2014

EMPRESA GLOBAL

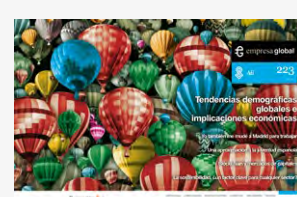
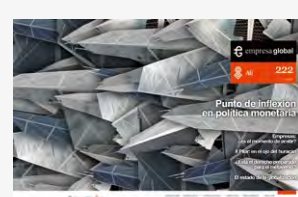
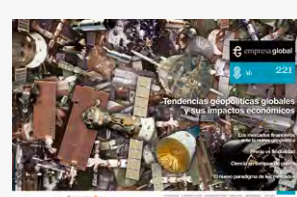
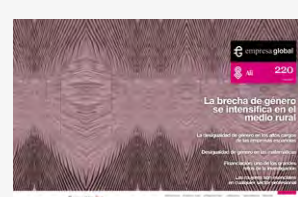
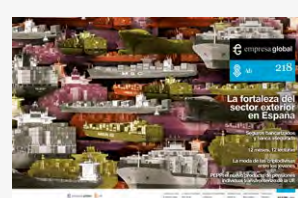
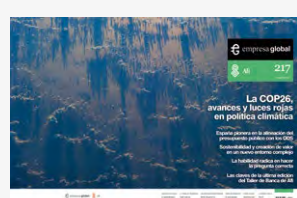
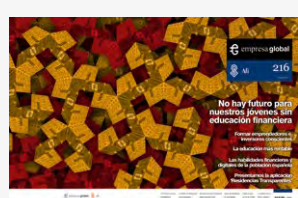




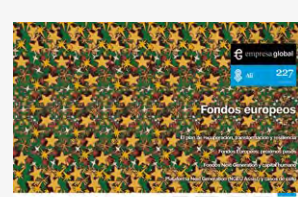
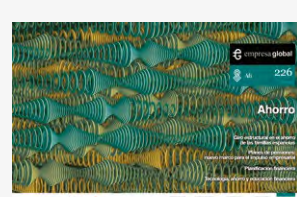
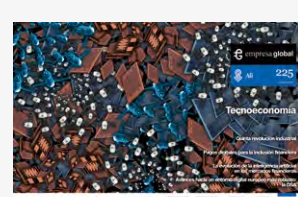
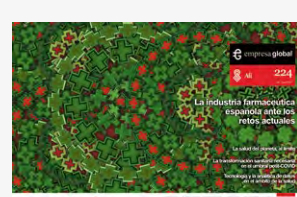
2020



2021



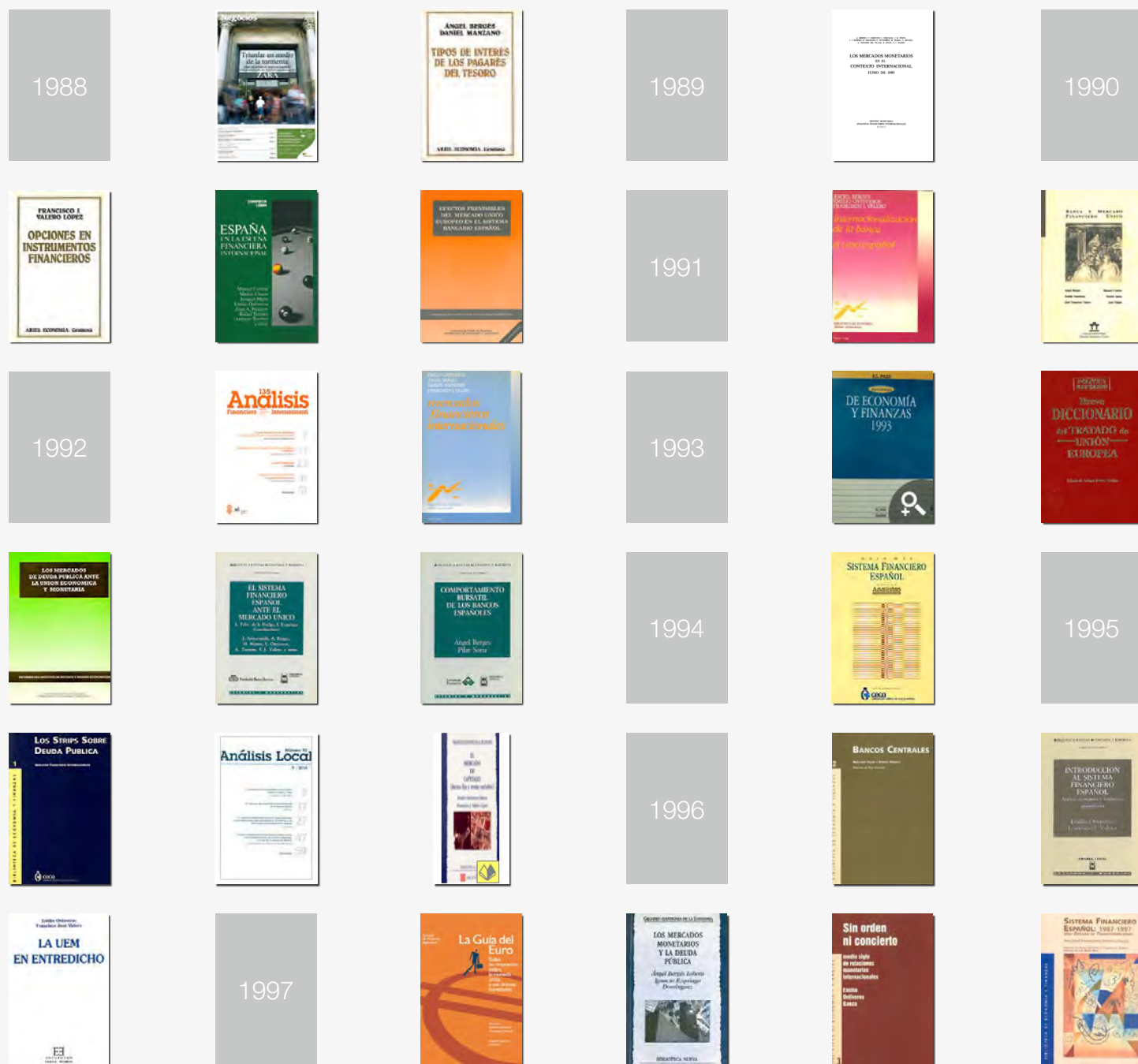
2022



PUBLICACIONES

Numerosos libros, estudios y monografías han formado parte del empeño de Afi por propiciar la divulgación y la formación en economía y finanzas.

Numerosos autores integrantes de los equipos de Afi forman parte de esta larga lista de publicaciones. Aquí se ilustran las portadas de muchas de ellas.



1998



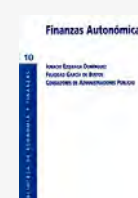
1999



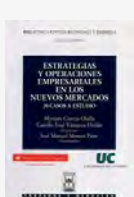
2000



2001



2002



2003

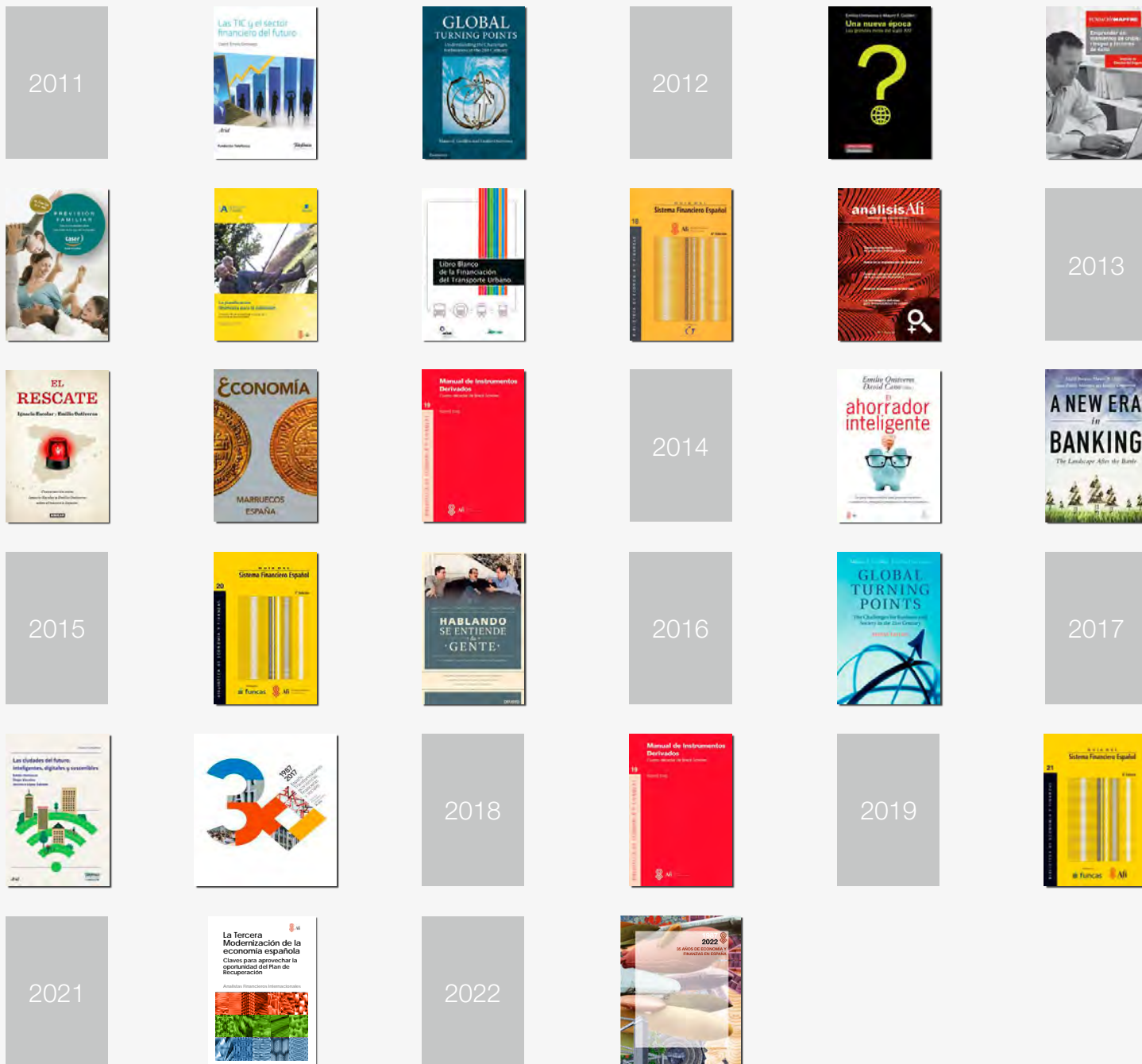


2004



PUBLICACIONES









ΕΠÍΛΟΓΟ

El fallecimiento de Emilio nos sorprendió a todos el pasado 1 de agosto. Él se había involucrado, como cada cinco años, en la edición de un nuevo libro que sirviese de celebración, pero también de testimonio, de un lustro más de vida de Afi. De un lustro más, lleno de acontecimientos sociales, geopolíticos, económicos y financieros en los que Afi ha continuado siendo un testigo de excepción.

No podíamos cerrar su edición sin incorporar un epílogo dedicado a su figura, cuya memoria queremos preservar mediante la red denominación de la Fundación Afi, creada ahora hace 23 años, y que pasará a llamarse Fundación Afi Emilio Ontiveros. También lo haremos recopilando los innumerables artículos y testimonios que la han glosado estos meses, y que recogemos en afi.es/emilio-ontiveros/.

En cualquier caso, en un libro de economía y finanzas como este, que pretende proporcionar una visión histórica de estos últimos 35 años, nos permitimos reproducir en las páginas siguientes las intervenciones de la Vicepresidenta primera y ministra de Economía y Transformación Digital, Nadia Calviño, y del Gobernador del Banco de España, Pablo Hernández de Cos, en el Acto de homenaje en

recuerdo de Emilio que celebramos el pasado 24 de octubre. Ambas intervenciones fueron expresivas de su extraordinaria contribución como economista, analista, y también protagonista y partícipe de una realidad rica y apasionante en transformaciones; de una realidad que además ayudó a entender desde su aproximación académica, pero no menos desde faceta de divulgador.

De todo ello somos sobradamente conscientes quienes le hemos acompañado día a día en estas últimas décadas desde el lugar, Afi, al que él unió su destino. No solo de eso, sino también de su generosidad, de su honestidad personal e intelectual y de su habilidad para la creación de equipos de la que siempre hizo gala. No pudo ser más elocuente de su capacidad de atracción ese Acto de Homenaje en el que nos reencontramos, además de sus personas más cercanas, la familia Afi y los cientos de compañeros y amigos que habían generado vínculos con él a lo largo de tantos años.





Diseño de Estrada Design y fotografía de Carlos Pina

HOMENAJE A EMILIO ONTIVEROS

Pablo Hernández de Cos

Buenas tardes y muchas gracias a Analistas Financieros Internacionales (Afi), a Borja Foncillas y a Ángel Berges por permitirme participar en este homenaje a la figura de Emilio Ontiveros. Y, sobre todo, todo el ánimo y el apoyo para Montse, para Emilio e Ignacio Ontiveros (sus hijos), para el resto de su familia, para toda la familia de Afi y, por supuesto, para sus amigos.

Gracias a Afi también por organizar este homenaje al profesor Ontiveros, que nos ayuda a constatar, en un momento tan triste, que, en realidad, sigue estando aquí y que va a seguir con nosotros. Quizá sea confirmar que sigue siendo nuestro maestro el mayor homenaje que pueda otorgarse a una persona como Emilio, dado su afán por formar a las nuevas generaciones de economistas. Personalmente, siempre lo vi así, como a un maestro, del que se aprende y al que se trata de imitar.

Emilio ha sido un economista excepcional. Así lo calificaba el profesor García Delgado en un artículo publicado sobre su figura el pasado mes de agosto. Y no puedo estar más de acuerdo.

Excepcional por varias razones. La primera tiene que ver con el hecho —nada común— de combinar, como él lo hacía, una sólida formación y una vida dedicada al análisis de la realidad económica con ser, además, partícipe de esa realidad, sobre todo desde que fundó Afi, en compañía de Ángel Berges y de Francisco Valero, hace más de 30 años.

Una combinación que lo convirtió en un actor y un analista imprescindible de las enormes transformaciones que ha experimentado la economía española en las últimas décadas.

Creo que es, precisamente, esa combinación de miradas y de puntos de vista, no demasiado habitual ni siquiera en la actualidad —sin duda novedosa en España para su generación— la que le permitió tener una enorme capacidad de influencia, no solo entre los responsables de la política económica, sino también entre los participantes del sistema económico y financiero.

Se convirtió así en lo que Xavier Vidal-Folch llama un «economista sabio». Sabio porque no solo nos hablaba de lo que analizaba e investigaba, sino también de lo que vivía, como ciudadano y como empresario.



O, como ha recordado Rafa Myro en un precioso escrito reciente sobre la figura del profesor Ontiveros, en lo que Gregory Mankiw denomina un «economista ingeniero», que distingue a aquellos economistas que ponen su afán en resolver problemas prácticos de los llamados «economistas científicos», más interesados en desarrollar instrumentos analíticos o establecer principios teóricos.

Y más excepcional aún lo hacía esa combinación con la otra faceta fundamental del Emilio economista: su esfuerzo permanente por comunicar y explicar la economía a los ciudadanos de una manera sencilla. «Contar la economía» titulaba Pepa Bueno su obituario a Emilio Ontiveros.

Emilio era, en efecto, un excelente contador, comunicador de la economía y de los acontecimientos económicos y sus implicaciones.

Y todo ello —su labor de profesor, de empresario y de divulgador— adoptando siempre una perspectiva (una aproximación) social, como una búsqueda de aquello que podría mejorar la seguridad individual y colectiva. «Economía como si la gente

importase» titulaba Joaquín Estefanía su artículo sobre la vida y obra de Emilio.

Una aproximación que perdura y que ha creado escuela. El pasado jueves, en un acto en Madrid, tras una intervención mía sobre la evolución de la desigualdad en España y en el mundo, resumía mi intervención Beatriz Corredor (presidenta de Red Eléctrica) con una cita de Emilio: «La desigualdad no es rentable», que recordaréis y que ilustra bien esa perspectiva social que adoptaba Emilio, siempre fundamentada, además, en el análisis económico riguroso.

Y todo ello con esas características personales tan suyas: la elegancia, la sencillez, la claridad y la serenidad (sin dramatismos).

Emilio fue también un trabajador incansable. De hecho, de una u otra forma, estuvo presente en todos los eventos que han marcado el devenir financiero de este país de los últimos 40 años. Y no solo estuvo, sino que también los analizó.

Es impresionante repasar, por ejemplo, sus trabajos sobre el sector financiero: su tesis doctoral sobre el mercado de eurobonos, de 1978, la creación de Afi en 1987, sus manuales sobre mercados financieros internacionales y la introducción al sistema financiero español ya en los noventa, y sus sucesivas actualizaciones.

Su análisis de la crisis del sistema monetario europeo en los años 1992 y 1993, que plasmó en el libro «La UEM en entredicho».

Su obra «Sin orden ni concierto», publicada en 1997, en la que explica los desarrollos del orden económico internacional desde la Segunda Guerra Mundial.

Sus estudios posteriores sobre las implicaciones de la implantación de la moneda única, que compiló en «Guía del euro. Todas las respuestas sobre la moneda única».

Su análisis de los principales acontecimientos del sector bancario tras la introducción del euro, resumido en el artículo «Un sector financiero en mutación», o sobre los grandes retos del siglo XXI, incluido en su libro «Una nueva época», de 2012, junto con Mauro Guillén.

Sus estudios sobre la crisis de deuda soberana, en su ensayo «La crisis de la eurozona» o en «El rescate», con Ignacio Escolar, publicado en 2013.

Sus desvelos por mejorar la educación financiera, en «El ahorrador inteligente», con David Cano, de 2015.

Sus análisis posteriores sobre los retos actuales del sector financiero, que publicó en múltiples artículos, que abarcan desde la nueva normativa bancaria global hasta la creación de la unión bancaria. La importancia de la innovación, que Emilio incluyó en su libro «La economía en la red», al que siguió su «Economía de los datos. Riqueza 4.0», con Verónica López. O los riesgos relacionados con el cambio climático, cuya valoración e implicaciones recogió en su artículo «El Green New Deal y las finanzas sostenibles en Europa».

Es difícil encontrar un tema que Emilio no explorara y estudiara.

Pero quizá es su libro más reciente, el publicado en 2019, «Excesos, amenazas a la prosperidad global» —que tuve el honor de presentar en enero de 2020, junto con Mauro Guillén y el propio Emilio—, el que resume bien todas sus características.

La tesis central que defiende Emilio en él es que la globalización, entrelazada con un proceso de intensos cambios tecnológicos y de desregulación de las economías, ha contribuido a generar un crecimiento económico desigual, un dominio de la economía financiera sobre la real, una concentración del poder de mercado en las grandes empresas —que ha reducido la competencia— y un deterioro del medioambiente.

Estos son los «excesos» a los que hace referencia el título del libro y que, según el profesor Ontiveros, es necesario abordar con una reformulación del sistema capitalista y del marco de gobernanza multilateral.

Mediante esta reformulación, Emilio apuntaba la conveniencia de que los Gobiernos y las instituciones públicas desempeñen un papel más activo a la hora de mitigar regulatoriamente los fallos de mercado y de supervisar el cumplimiento de las normas, lo que, en su opinión, serviría también para asegurar la utilización y distribución eficiente, pero justa, de los recursos y un crecimiento más inclusivo y sostenible.

Pues bien, como dije entonces, ese libro del profesor Ontiveros constituye todavía una herramienta perfecta para adentrarse en los grandes problemas y desafíos a los que se enfrenta el sistema económico mundial. Lo hace con esa perspectiva humanista, social, que tanto lo caracterizaba. Y su análisis establece, además, un equilibrio perfecto entre la descripción exhaustiva y técnica y la explicación clara y amena, por lo que resulta de interés tanto para el público docto como para el no experto. Es, además, una lectura esclarecedora, pero también inquietante, motivadora, como corresponde a un profesor.

Así era Emilio. Así lo recordaremos.

Muchas gracias.

Mucha fuerza a Montse, a sus hijos, al resto de su familia y a sus amigos. Y gracias, de nuevo, por permitirme participar en este homenaje al profesor Ontiveros.



Pablo Hernández de Cos.
 Gobernador del Banco de España

Daniel Manzano y Pablo Hernández de Cos

Nadia Calviño y Borja Foncillas

Gonzalo García, Secretario de Estado de Economía; Reyes Maroto, ministra de Industria; María Jesús Montero, ministra de Hacienda

Intervinientes del acto en primera fila del auditorio de la Mutua, Comisión Ejecutiva de Afi en segunda fila

A EMILIO ONTIVEROS

Nadia Calviño

Es difícil clausurar este acto después de intervenciones tan sentidas, tan emocionadas, tan justas y merecidas, que recogen bien los sentimientos que recorren la sala. Por una parte, sentimos una gran tristeza al haber perdido a una persona tan querida, admirada y respetada. Pero, además, hay en nosotros un profundo sentimiento de gratitud y de esperanza en el futuro de nuestro país que creo representa muy bien el espíritu de Emilio.

Se nos ha ido una persona que en cierto sentido representa lo mejor de nosotros mismos, de nuestra sociedad y de nuestro país. En una España tan acostumbrada a la autoflagelación y los complejos, es tan importante tener personas como él, que encarnen la excelencia con orgullo y generosidad. Como decía Ignacio Garralda, con un alto nivel de exigencia, poniendo siempre metas difíciles y mostrándonos hasta dónde podemos llegar.

Una persona amable, cariñosa, inteligente, comprometida con las mejores causas, capaz de convencer y motivar con la pluma y con la voz, sin aspavientos, sin necesidad de palabras gruesas o argumentos simplistas, huyendo de las llamadas al miedo y la crispación apocalíptica.

Hace casi tres meses que se nos fue, pero Emilio sigue estando muy presente en nuestro día a día; en particular, en el presente de aquellos que nos dedicamos a la política económica, un ámbito en el que era un verdadero maestro.

Como ha dicho Pepa Bueno, Emilio era “un referente”. Una palabra que sintetiza muy bien lo que ha supuesto a lo largo de toda su carrera y especialmente para la política económica en las últimas décadas de nuestro país.

Es difícil añadir a lo que se ha venido diciendo sobre su faceta como persona, porque las palabras de Montse y sus amigos más cercanos no necesitan añadido.

Como académico y empresario, Emilio ha sido el economista total. Más que un economista, ha sido un historiador, filósofo, científico, sintetizador de la ciencia económica y la política. Como ha señalado Cayetano López, era una persona comprometida con la Academia, con la enseñanza; profundo creyente en el ascensor social que es la educación y la formación para el desarrollo de la sociedad.



Además, como ha señalado Pablo Hernández de Cos, no solo se dedicó a las finanzas; vio, antes que muchos, la importancia de la transformación digital. Este fue un tren al que se subió sin ningún tipo de desconfianza, pensando que había muchas oportunidades que se abrían con esta nueva economía digital y que teníamos que entenderla, comunicarla y aprovecharla.

Se nos ha ido un economista con independencia de criterio, sí, pero también orgullosamente progresista, comprometido con el cambio social. Un maestro de economistas que, además, ha sabido hacer eso que es tan importante para que la profesión llegue a generar un impacto social, que es pasar de la teoría a la práctica. Decía Daniel Manzano: “Tenía los pies firmemente anclados al suelo”. A todas sus teorías e ideas les hacía pasar el test de la realidad. Creo que esa es una de las claves de que fuera un comunicador tan excepcional y generoso.

Como tantos otros, a lo largo de su vida le ha tocado transitar y ser partícipe y actor de profundos cambios sociales. La España de hoy nada tiene que ver con la dictadura y la autarquía económica. Fue testigo de la

integración de España en Europa, la alianza atlántica, la caída del muro y todas las crisis que se han venido sucediendo.

Más que un observador privilegiado, ha sido un protagonista del profundo cambio económico y social de nuestro país. Y a lo largo de su trayectoria profesional, Emilio ha tenido en mi opinión una cualidad extraordinaria: siempre se ha encontrado en el lado correcto de la historia. Siempre creyó en las virtudes de las sociedades liberales y abiertas; en Europa como proyecto, idea y realidad; en la formación y el conocimiento como base del progreso social; en el comercio y la libertad económica como método para alcanzarlo; en la necesidad de un sector público potente, ágil, dotado de instituciones independientes que sean capaces de garantizar la eficiencia, la equidad y la estabilidad necesaria para poder alcanzar y repartir la prosperidad. Porque, más allá de la ideología, la desigualdad no tiene racionalidad económica.

Fue una persona comprometida con la realidad y el futuro de nuestro país. Pocas personas conocían la realidad de España tan bien como él, y pocos como él expresaron públicamente su confianza en el futuro.

Tuve el privilegio de contar con Emilio en el Consejo Asesor de Economía, donde siempre transmitió una visión culta, formada, optimista y esperanzada; la visión de alguien que había visto pasar por nuestro país todo tipo de situaciones y tenía la convicción de que podríamos salir adelante.

Como vicepresidenta, como ministra de Asuntos Económicos, hubiera deseado que su voz siguiera acompañándome muchos años.

EPÍLOGO

Se ha ido de manera inesperada, ha dejado un tremendo hueco, un silencio ensordecedor. Escuchando la radio me descubro esperando su comentario: qué implicaciones tendrá el corte de gas por parte de Putin, el cambio de política monetaria, las medidas en marcha para contener la inflación, la reforma de la regulación del sector eléctrico. Sabía de todo y de todo opinaba muy bien. Reconozco que cuando escucho la radio estoy esperando que él entre en la conversación y aporte su visión, siempre valiosa.

Se ha ido, pero no nos ha dejado solos; esta sala llena ejemplifica la magnífica labor que ha desarrollado. Nos ha dejado una legión de economistas y profesionales formados bajo su dirección. Incluso los hombres prácticos que se creen exentos de cualquier influencia intelectual son siervos de algún economista del pasado. En este caso, tenemos afortunadamente muchas personas que llevarán el extraordinario legado que deja Emilio.

Es gratificante ver el reconocimiento, el respeto, pero sobre todo el cariño que se está expresando hoy en este acto, que representa el peso, el valor de ese legado, y nos deja una gran responsabilidad: la de ser tan ejemplares como él lo fue, continuar su labor, combinar la legítima defensa de los intereses personales y profesionales con el interés común de nuestra sociedad. Este es el mejor homenaje que podemos rendirle; continuar con su labor divulgadora al servicio del futuro de nuestro país.

Solo tengo un pesar, no haber celebrado este homenaje en vida. Así que recojo el sentir de todos los que estamos aquí al decirte: Emilio, ahí donde estés, muchas gracias.



Nadia Calviño.
Vicepresidenta primera del Gobierno y ministra de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

Nadia Calviño hace entrega de la Medalla al Mérito Civil a los hijos de Emilio



Montserrat Domínguez

Ignacio Garralda

Pepa Bueno

Ángel Berges

Cayetano López

Manuel Vicent

Autores:

Emilio Ontiveros
Borja Foncillas
Ángel Berges
Daniel Manzano
Mauro Guillén
Daniel Fuentes
Ignacio Ezquiaga
Gonzalo García
César Cantalapiedra
Jorge Sicilia
María Romero
José Antonio Herce
José Juan Ruiz
Manuel Conthe
José Manuel Amor
Esteban Sánchez
Aitor Milner
David Cano
Pablo Mañueco
Vicente Salas
Ignacio Santillana
Rafael Myro
Diego Vizcaíno
Reyes Maroto Illera
Arturo Rojas
Pablo Guijarro
Fernando Restoy
Rodrigo Buenaventura
Francisco José Valero
Alfonso García Mora
Esther Badiola
Álvaro Martín Enríquez
Virginia González Pérez
Lara de Mesa
Claudia Antuña
Verónica López
Pilar Barrios
Mónica Guardado
Pablo Hernández de Cos
Nadia Calviño

Coordinación:

Emilio Ontiveros
Daniel Manzano
Paloma Dios
Pilar Perales
Lucía Nogueroles

© Afi Escuela

C/ Marqués de Villamejor, 5.
28006 Madrid
www.empresaglobal.es
empresaglobal@afi.es

Diseño y Realización:

Ignacio Ontiveros de la Fuente + hof12

ISBN:

978-84-89378-82-7

Depósito legal:

M-28627-2022

Impreso en España.

1987
2022



Este libro, número 228 de
Empresa Global, se terminó
de imprimir el veintiocho de
diciembre de dos mil veintidós,
en los talleres de Fragma



Borja Foncillas

Ángel Berges

Daniel Manzano

Emilio Ontiveros

Mauro Guillén

Daniel Fuentes

Ignacio Ezquiaga

Gonzalo García

César Cantalapiedra

Jorge Sicilia

María Romero

Jose Antonio Herce

José Juan Ruiz

Manuel Conthe

Jose Manuel Amor

Esteban Sánchez

Aitor Milner

David Cano

Pablo Mañueco

Vicente Salas

Ignacio Santillana

Rafael Myro

Diego Vizcaíno

Reyes Maroto Illera

Arturo Rojas

Pablo Guijarro

Fernando Restoy

Rodrigo Buenaventura

Francisco José Valero

Alfonso García Mora

Esther Badiola

Álvaro Martín Enríquez

Virginia González Pérez

Lara de Mesa

Claudia Antuña

Verónica López

Pilar Barrios

Mónica Guardado

Pablo Hernández de Cos

Nadía Calviño