

ESTUDIOS
DE AUTOR

5

DICIEMBRE 2017

RIESGOS E INCERTIDUMBRES DE FUTURO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

economistas
Consejo General



RIESGOS E INCERTIDUMBRES DE FUTURO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

DICIEMBRE 2017

AUTORES

Antonio Pulido

Julián Pérez



economistas
Consejo General

PRESENTACIÓN

No se puede negar la elevada tasa de crecimiento experimentada últimamente por la economía española. No obstante, ese imprevisto incremento del PIB no puede hacernos perder de vista los retos a los que nos enfrentamos, máxime en un mundo globalizado en el que todo se mueve tan deprisa. Es por ello que no ha parecido oportuno hacer una evaluación de los problemas que nos acechan y de las posibles reformas para atenuarlos. A esto hay que sumarle que, de un tiempo a esta parte, desde el Consejo General de Economistas hemos venido abordando con cierta asiduidad estudios encaminados a contribuir a la reflexión y al debate sobre temas de especial trascendencia para la sociedad a la que nos debemos.

En base a estas dos consideraciones, hemos decidido acometer la publicación de este estudio que lleva por título *Riesgos e incertidumbre de futuro de la economía española*, que ha sido elaborado por dos reputados expertos en econometría, quienes, a petición del Consejo General de Economistas, han realizado un trabajo científico encaminado a detectar los principales riesgos que pueden afectar a nuestra economía y sus probabilidades de ocurrencia; y, en aquellos casos en los que el riesgo no está suficientemente definido como para permitir la evaluación directa de sus efectos, a medir la incidencia en la incertidumbre percibida por los agentes económicos para analizar su impacto sobre la economía.

Como han señalado los autores de este estudio: “la incertidumbre en general y los riesgos específicos que pueden presentarse son las claves del futuro”. En esta ocasión, se han identificado cinco riesgos de referencia que podrían tener una mayor repercusión en nuestra economía (tensiones geopolíticas, ruptura del proyecto europeo, sorpresas en mercados financieros, retardo innovador y reordenación territorial), sometiendo a cada uno de ellos a un pormenorizado análisis.

Los citados expertos son **Antonio Pulido San Román** –catedrático emérito de Econometría en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Autónoma de Madrid y director del Centro de Predicción Económica (CEPREDE)– y **Julián Pérez García** –director del Departamento de Economía Aplicada de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Autónoma de Madrid–. A ambos quiero agradecerles el trabajo realizado, que estamos seguros contribuirá a la reflexión colectiva desde una perspectiva científica. También quiero dar las gracias a Pascual Fernández Martínez, decano del Colegio de Economistas de Madrid, cuyas ideas han sido de mucha utilidad para poner en marcha esta iniciativa.

Como decíamos al principio de esta presentación, el crecimiento de nuestra economía no puede hacernos olvidar los riesgos que nos amenazan y los retos a los que hemos de enfrentarnos. Como nos recuerda la sabiduría popular: “camarón que se duerme se lo lleva la corriente”. Esperamos que esta modesta aportación sea de utilidad para reflexionar sobre estas cuestiones y coadyuvar en el sentido indicado.

Valentín Pich
PRESIDENTE

Consejo General de Economistas de España

| | |
|--------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| BUSCANDO CLAVES DE FUTURO | 07 |
| Moviéndose en entornos volátiles, inciertos, complejos y ambiguos (VICA) | 09 |
| Herencias de pasado, tendencias de presente y sorpresas de futuro | 11 |
| Una medición de la incertidumbre económica | 14 |
| Selección de riesgos | 19 |
| | |
| VALORANDO RIESGOS | 23 |
| Tensiones geopolíticas y riesgo-país | 26 |
| Rupturas en el proyecto europeo | 29 |
| Riesgos en mercados financieros | 33 |
| Riesgos de retardo innovador | 42 |
| Riesgos de reordenación territorial | 49 |
| | |
| CONCLUSIONES | 65 |

BUSCANDO CLAVES DE FUTURO



RIESGOS E INCERTIDUMBRES DE FUTURO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 09 Moviéndose en entornos volátiles, inciertos, complejos y ambiguos (VICA)
- 11 Herencias de pasado, tendencias de presente y sorpresas de futuro
- 14 Una medición de la incertidumbre económica
- 19 Selección de riesgos

BUSCANDO CLAVES DE FUTURO

Partimos del convencimiento de que detectar las claves del futuro de la economía exige valorar herencias del pasado, dinámicas del presente y tendencias detectadas; pero también valorar rupturas, incertidumbres y riesgos, incluyendo “cisnes negros” de baja probabilidad de ocurrencia, pero de fuerte impacto potencial.

Porque no hay futuro sin presente y que no hunda sus raíces en el pasado. Pero nuestra visión del futuro cambia permanentemente y exige una adaptación continua, en un mundo global en que interactúan entre sí los más variados aspectos económicos, políticos y sociales.

Los economistas que nos dedicamos al delicado campo de la predicción debemos ser conscientes de que para vislumbrar el futuro (sobre todo a medio y largo plazo) no basta con proyectar tendencias y estructuras actuales.

Por muchas y masivas bases de datos que incorporemos, por diversas y evolucionadas herramientas de análisis y predicción que utilicemos, adentrarse en el intrincado mundo del futuro exige valorar riesgos potenciales y considerar cambios de tendencias y estructuras.

Los economistas que nos dedicamos al delicado campo de la predicción debemos ser conscientes de que para vislumbrar el futuro (sobre todo a medio y largo plazo) no basta con proyectar tendencias y estructuras actuales. Como dice un eslogan utilizado por *Wharton School*, la prestigiosa Facultad de Empresariales de la Universidad de Pennsylvania, “Ahora invento en lugar de predecir. Soy un visionario”. No se trata de renunciar a predecir el futuro, sino de ir más allá, con un enfoque prospectivo que nos ayude a detectar un futuro cambiante y complejo.

Como economistas debemos mezclar, ahora más que nunca, ambas perspectivas: el realismo conservador y el cambio progresista.

MOVIÉNDOSE EN ENTORNOS VOLÁTILES, INCIERTOS, COMPLEJOS Y AMBIGUOS (VICA)

El futuro, por su propia esencia, implica riesgos de cambio (positivos o negativos) y dificultades de valoración de los impactos económicos que pueden provocar. Un repaso inicial de los diferentes riesgos a los que nos enfrentamos da idea de su variedad:

UNA SELECCIÓN DE RIESGOS

- TENSIONES GEOPOLÍTICAS (Corea del Norte, atentados terroristas, emigración de desplazados ...)
- RUPTURAS EN EL PROYECTO EUROPEO (Brexit, Grexit, extremismos ...)
- MERCADOS FINANCIEROS (quantitative easing-QE, tipos de cambio, bolsas, bonos ...)
- NUEVA ECONOMÍA (inteligencia artificial, robótica, blockchain ...)
- RIESGOS IDIOSINCRÁTICOS (inestabilidad política, independentismo catalán ...)

En su conjunto delimitan un entorno de decisión VICA (VUCA en la literatura técnica anglosajona) al que deben enfrentarse Administraciones Públicas, empresas o ciudadanos. Entornos que se han hecho, progresivamente, más **volátiles** (inesperados, inestables y de duración desconocida), **incierto**s (se desconocen si ocurrirán y cuándo), **complejos** (con múltiples aspectos interconectados que pueden provocar una cadena de efectos autoalimentados) y **ambiguos** (con relaciones causa-efecto no claras y sin precedentes).

ENTORNOS VICA (Volátiles, Inciertos, Complejos y Ambiguos)

- VOLÁTILES: Cambios inesperados y/o inestables, y de duración desconocida.
- INCIERTOS: Se desconoce si ocurrirán y cuándo.
- COMPLEJOS: Tienen múltiples aspectos interrelacionados que pueden dar lugar a una cadena de efectos autoalimentados.
- AMBIGUOS: Las relaciones causa-efecto no son claras y/o sin precedentes.

En un entorno relativamente estable, la predicción de futuro puede ser única y cuantitativa. Existen errores de predicción, pero prima la continuidad. Cuando se produce un cambio (coyuntural o estructural), se revisan predicciones, se ajustan modelos a los nuevos datos y se reinicia el proceso. Existen riesgos, pero son limitados, excepcionales y relativamente fáciles de valorar en sus efectos. Ha sido la forma tradicional de enfrentarse a las perspectivas económicas de futuro.

Un segundo nivel de tratamiento de los riesgos e incertidumbres es el establecimiento de futuros alternativos a través de escenarios de predicción. El problema se complica cuando el rango de probabilidades se amplifica, los riesgos interactúan entre sí y nos acercamos a entornos VICA. En el límite, la incertidumbre hace prácticamente imposible la predicción y solo caben valoraciones subjetivas y cualitativas de posibles futuros.

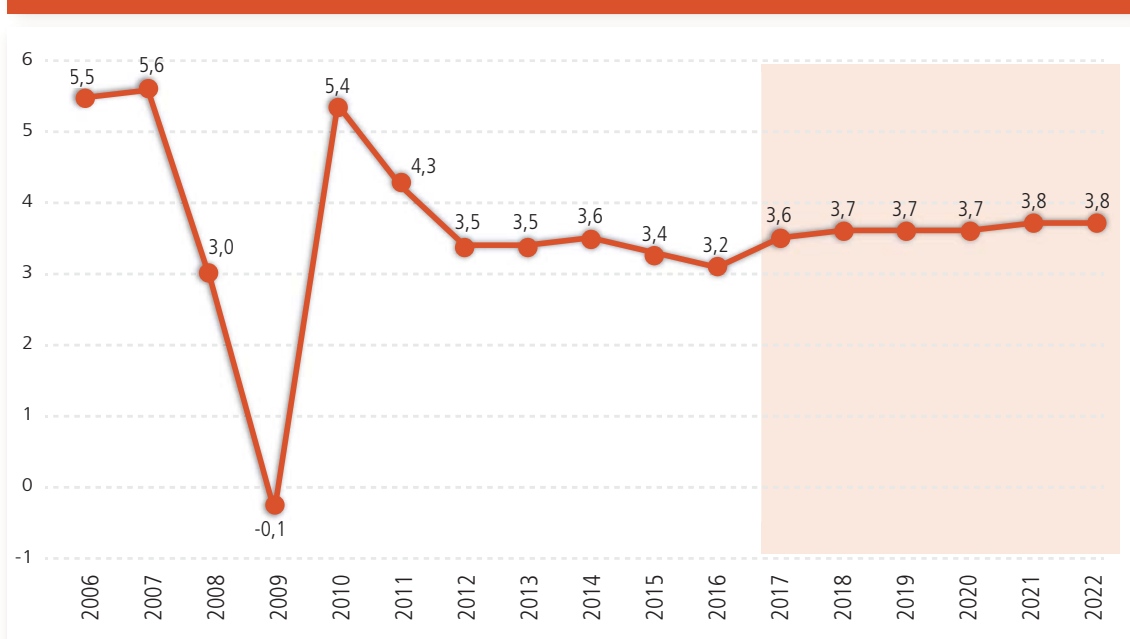
NIVELES DE INCERTIDUMBRE Y RIESGOS: DE UN FUTURO ÚNICO HACIA FUTUROS VICA

- **NIVEL 4: VERDADERA INCERTIDUMBRE.** Ni siquiera un rango de posibles resultados futuros.
- **NIVEL 3: RANGO DE FUTURO.** Un rango de posibles resultados futuros.
- **NIVEL 2: FUTUROS ALTERNATIVOS.** Conjunto limitado de posibles resultados futuros, uno de los cuales es el básico por su mayor probabilidad.
- **NIVEL 1: FUTURO SUFICIENTEMENTE CLARO.** Vista única de futuro.

Fuente: Elaboración propia a partir de Mckinsey (2000) *Strategy under uncertainty*.

En el mundo actual los riesgos e incertidumbres se han multiplicado. Las nuevas tecnologías han acelerado el cambio. Las secuelas de la Gran Crisis han provocado alteraciones sociales dentro de muchos países y en el orden internacional. Entornos VICA exigen detectar, con imaginación, futuros alternativos y valorar sus posibles impactos, renunciando –si es necesario– a cuantificaciones de tipo continuista, “business as usual”, que aportan relativamente poco a la toma de decisiones estratégicas de futuro.

PREDICCIONES CONTINUISTAS DE CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



Fuente: Elaboración propia a partir de FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (Informe WEO. Octubre 2017)

HERENCIAS DE PASADO, TENDENCIAS DE PRESENTE Y SORPRESAS DE FUTURO

En la valoración de los efectos económicos de los riesgos e incertidumbres que afectan al futuro de la economía española, hay que partir de las herencias del pasado. Los riesgos en los mercados financieros o los impactos de la Nueva Economía deben interpretarse en el contexto de los niveles de endeudamiento alcanzados por acumulación de déficits de años anteriores o del capital humano o intangible disponible.

En la valoración de los efectos económicos de los riesgos e incertidumbres que afectan al futuro de la economía española, hay que partir de las herencias del pasado.

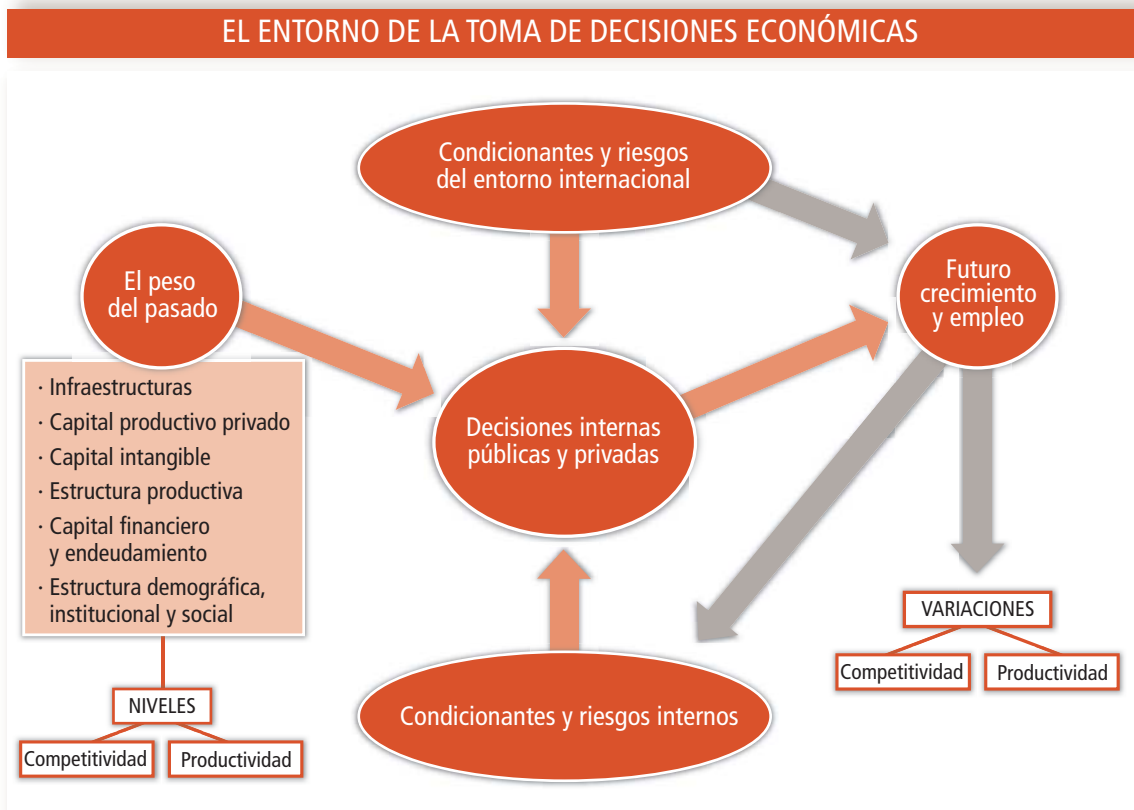
Con una visión en línea con el enfoque de Michel Porter (*La ventaja competitiva de las naciones*), el *World Economic Forum* realiza su *Global Competitiveness Report* utilizando doce pilares básicos, valorados a partir de más de 100 indicadores simples. Retrasos institucionales, en innovación o en eficiencia de los mercados condicionan nuestra respuesta a los retos de cambio futuros en el entorno socio-político o la capacidad de adaptación a las nuevas potencialidades tecnológicas.

COMPETITIVIDAD ESTRUCTURAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



Fuente: Elaboración propia a partir de *Global Competitiveness Report 2017-2018* (World Economic Forum)

Los niveles alcanzados en variables estratégicas condicionan las decisiones públicas y privadas, alterando el impacto de los condicionantes de los riesgos del entorno internacional e internos del país.



Fuente: Elaboración propia

Hay tendencias ("megatendencias") que ya se pueden deducir de la evolución del pasado, convenientemente filtradas por las posibles alteraciones e incluso rupturas de futuro.

Pero si las herencias acumuladas del pasado condicionan el impacto de los riesgos e incertidumbres de futuro, no todas las alteraciones a corto, medio y largo plazo tienen que sorprendernos. Hay tendencias ("megatendencias") que ya se pueden deducir de la evolución del pasado, convenientemente filtradas por las posibles alteraciones e incluso rupturas de futuro.

Los riesgos ligados a la evolución a medio y largo plazo del empleo no pueden ser una sorpresa respecto a la tendencia ya valorable de fuerte reducción de la jornada laboral, de las dificultades especiales para trabajadores no cualificados, del envejecimiento de la población o del impacto creciente de la robótica.

Los riesgos idiosincráticos de inestabilidad política y reordenación territorial vienen precedidos por tendencias ya observables de reacción ciudadana para cambiar pautas políticas (movimientos extremistas a escala mundial) o las demandas de mayor libertad individual y capacidad personal de decisión.

TENDENCIAS DE PRESENTE SELECCIONADAS POR SU IMPACTO FUTURO

SOCIALES

- Mayor libertad individual y capacidad de decisión de las personas, que ganarán poder frente al Estado.
- Crecimiento de las tensiones religiosas, étnicas y nacionalistas.
- Fuerte reducción de la jornada laboral.
- Dificultades crecientes de empleo para trabajadores no cualificados.
- Incremento de la disparidad de rentas.

DEMOGRÁFICAS

- Aumento de la esperanza de vida
- Crecimiento de la población en áreas urbanas.
- Aumento de la movilidad geográfica.
- Envejecimiento de la población.
- Aumento de enfermedades crónicas.

TECNOLÓGICAS

- Aceleración de nuevas tecnologías que transformarán radicalmente la forma de vida.
- Crecimiento de la hiperconectividad.

MEDIO AMBIENTALES

- Tendencia progresiva a la degradación medioambiental.
- Cambio climático progresivo.
- Recursos naturales, la energía y el agua como elementos crecientemente estratégicos.

GEOPOLÍTICAS

- Nuevo equilibrio mundial inclinado hacia la zona Asia-Pacífico.
- Debilitación de la gobernanza internacional.
- Reacción ciudadana para cambiar las pautas políticas.

Fuente: Elaboración propia a partir de: 1) National Intelligence Council, EEUU., *Global Trends 2030*. 2) World Economic Forum, *Global Risk*. 3) European Strategy and Policy Analysis System, *Global Trends to 2030*. 4) PWC/ESADE, *España en el mundo en 2033*. 5) Fundación Empresa y Sociedad, *¿Escenarios más probables dentro de 15 años?*

Con los matices ya comentados sobre los entornos VICA, niveles de incertidumbre/riesgos, herencias del pasado y tendencias ya observables en el momento presente, podemos ya pasar a realizar una selección de incertidumbres/riesgos.

Pero antes debemos hacer algunas precisiones terminológicas. En ocasiones se utilizan los términos “riesgo” e “incertidumbre” como sinónimos. Algunos especialistas han propuesto que en el caso de riesgos no se conocen los resultados, pero puede medirse su probabilidad de ocurrencia; mientras que la “verdadera incertidumbre” no es medible ni en impacto ni en probabilidad de ocurrencia.

Nosotros utilizamos “incertidumbre” de una forma más operativa, referida a la mayor o menor percepción subjetiva sobre el conocimiento de la situación a futuro de una economía (por ejemplo, la Eurozona) o mercado (por ejemplo, financiero). Admite, por tanto, valoraciones múltiples según el observador (centros de predicción, medios de comunicación, directivos de empresa, consumidores, ...) y responde a la valoración de un conjunto no explicitado de riesgos.

Por el contrario, nos referimos a “riesgos” para situaciones de futuro más concretas, que incluso podrían llegar a valorarse (en algunos casos) por sus efectos en términos actuariales de probabilidad de ocurrencia y pérdida o daño posible.

Utilizamos “incertidumbre” de una forma más operativa, referida a la mayor o menor percepción subjetiva sobre el conocimiento de la situación a futuro de una economía o mercado.

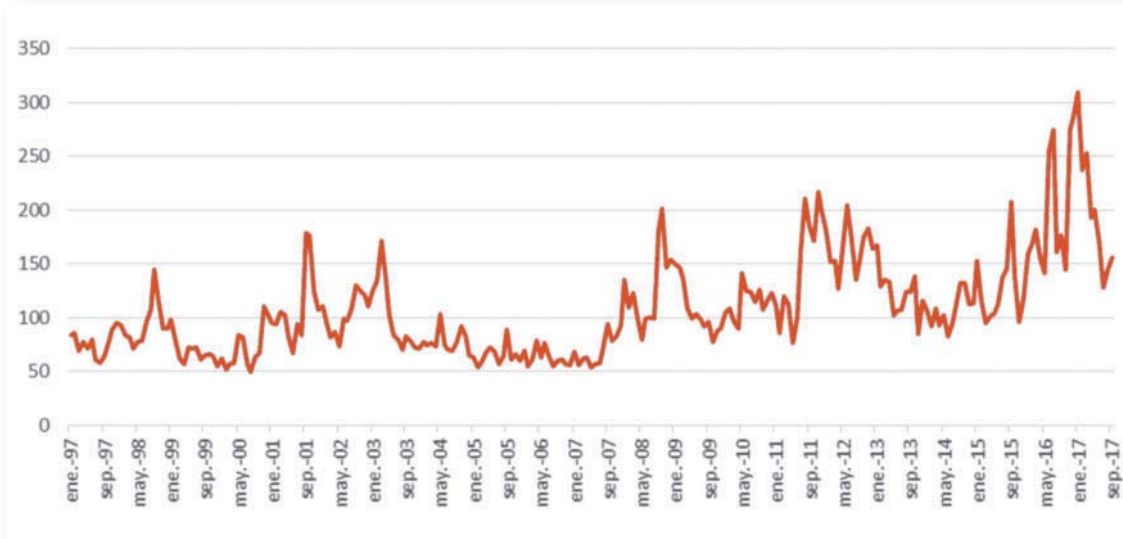
Nos referimos a “riesgos” para situaciones de futuro más concretas, que incluso podrían llegar a valorarse por sus efectos en términos actuariales de probabilidad de ocurrencia y pérdida o daño posible.

UNA MEDICIÓN DE LA INCERTIDUMBRE ECONÓMICA

Cualquier indicador de incertidumbre trata de medir un sentimiento (por tanto, volátil) de mayor o menor confianza en la situación actual y de su variación en un futuro más o menos inmediato. Pero no debe confundirse con una predicción fiable sobre ese futuro, aunque constituye una información relevante a tener en cuenta.

A escala internacional, desde hace unos años se viene utilizando el EPU (*Economic Policy Uncertainty*) elaborado por Baker, Bloom y Davis, a partir de las apariciones en prensa de menciones de incertidumbre económico-política o términos relacionados.

ÍNDICE GLOBAL DE INCERTIDUMBRE ECONÓMICO-POLÍTICA



Fuente: Elaboración propia a partir de Baker, Bloom y Davis, *Global Monthly Economic Policy Uncertainty Index*

Para España, hemos diseñado un índice de incertidumbre a partir de un total de 11 indicadores agrupados en cuatro categorías.

COMPONENTES DEL ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE ECONÓMICA EN ESPAÑA

| CATEGORÍAS | INDICADORES SIMPLES |
|------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| Desconfianza Empresarial y de los consumidores | Confianza manufacturas, construcción, servicios, comercio minorista y consumidores |
| Financiero | Volatilidad del IBEX-35 y bono español a 10 años |
| Macroeconómico | Cambios de ritmos y expectativas económicas |
| Mediático | Menciones en Google Noticias y Empresas |

Fuente: Centro de Predicción Económica. CEPREDE

El primer componente que hemos considerado es la **desconfianza empresarial**, medida por la diferencia favorable al empeoramiento sobre la mejora en encuestas de opinión o sentimiento de empresas o consumidores.

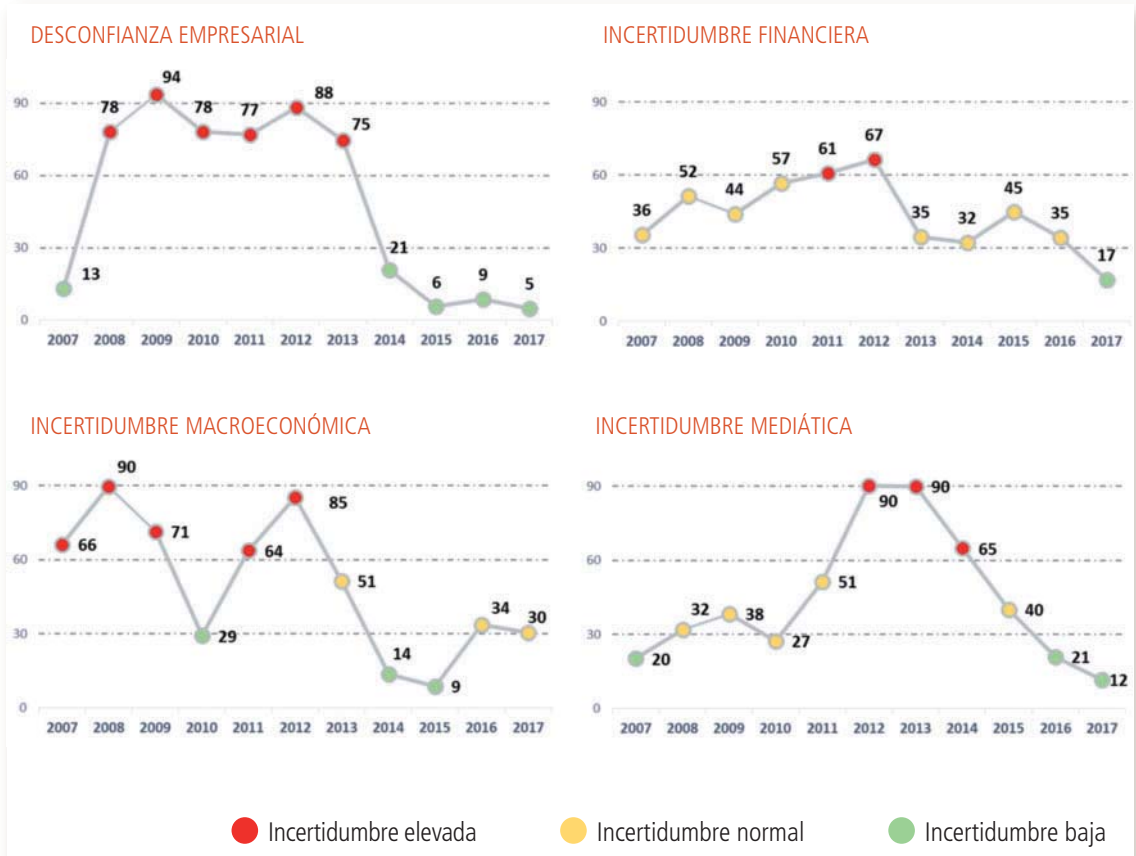
El segundo componente que hemos valorado es la **inseguridad financiera**, en particular y como indicativo, a través de la volatilidad bursátil y de la renta fija. Entre las múltiples opciones disponibles se ha utilizado la diferencia absoluta entre cotización máxima y mínima del IBEX-35 y del bono español a 10 años en el cierre de cada día del mes de referencia.

El tercer componente utilizado ha sido el de la **incertidumbre macroeconómica**. Para ello partimos de datos de variación del PIB estimados mensualmente, a partir de un modelo que combina 30 indicadores coyunturales de consumo, inversión, sector exterior, sector público, oferta y clima económico/financiero. Aparte de esta evolución de los ritmos de crecimientos, este componente se complementa con el indicador de expectativas económicas que elabora el CIS donde se pregunta a la población española sobre las expectativas de la economía española a seis meses vista.

El cuarto y último componente analizado es la **incertidumbre mediática** recogida en Internet. Se construye a partir de la búsqueda en Google Trends de citas en España de incertidumbre y palabras conexas (riesgos, confianza, corrupción, incertidumbre) en textos clasificados como del área "Empresas e industrias" y "Google Noticias".

La situación actual parece estar vacunada de incertidumbre, después de un amplio periodo de sufrimiento durante la fuerte crisis. Por el momento los sentimientos implícitos en las encuestas de opinión, la actualidad mediática, las volatilidades de los mercados financieros y la revisión a la baja en las predicciones de creci-

EVOLUCIÓN DE LAS CUATRO CATEGORÍAS DE INDICADORES DE INCERTIDUMBRE ECONÓMICA



Fuente: Centro de Predicción Económica (CEPREDE), Promedios anuales y para 2017 promedio anual de los meses disponibles (hasta 2017)

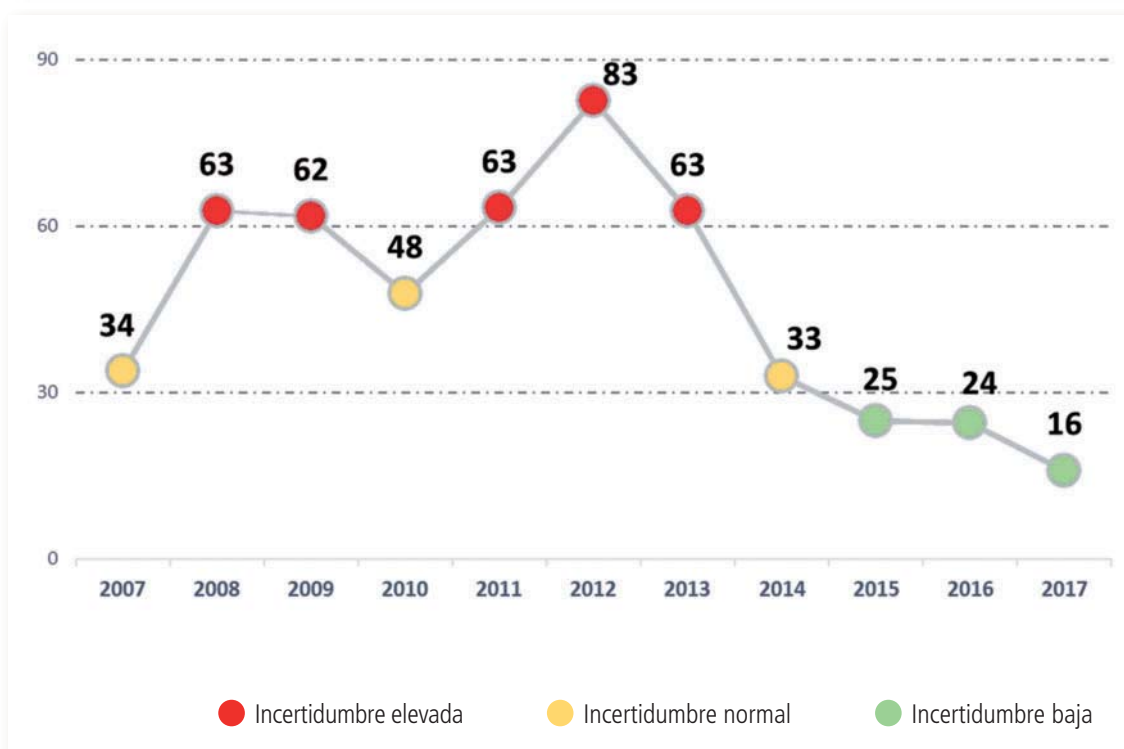
El índice compuesto de incertidumbre económica marca la grave situación percibida por todos los observadores económicos en la etapa central de la crisis (2008-2013) y la vuelta a la normalidad, con tendencia a la baja, a partir de 2014.

miento, parecen coincidir en un periodo de calma. Sin embargo, la variabilidad histórica nos avisa de que los cambios pueden ser radicales en pocos meses. Hay que seguir atentos, en particular ante los posibles impactos de la tensión independentista en Cataluña.

El índice compuesto de incertidumbre económica marca la grave situación percibida por todos los observadores económicos en la etapa central de la crisis (2008-2013) y la vuelta a la normalidad, con tendencia a la baja, a partir de 2014.

Insistimos en que se trata de un sentimiento de mayor o menor confianza en la economía (y en el contexto sociopolítico que la condiciona) referido al momento actual, aunque con una valoración del posible futuro inmediato.

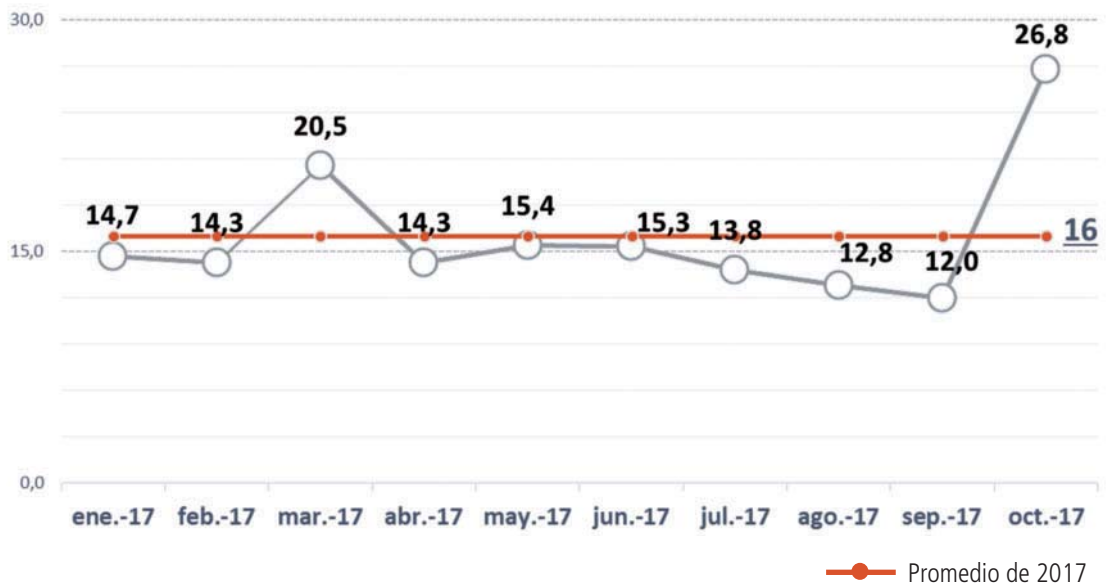
ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE ECONÓMICA EN ESPAÑA, 2007-2017



Fuente: Centro de Predicción Económica (CEPREDE), Promedios anuales y para 2017 promedio anual de los meses disponibles (hasta 2017)

Por tratarse de medias anuales aún no se nota el impacto de las tensiones nacionalistas recientes. Sin embargo, ya son bastante acusadas en el gráfico mensual.

ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE ECONÓMICA EN ESPAÑA. DATOS MENSUALES 2017



Fuente: Centro de Predicción Económica (CEPREDE).

EVOLUCIÓN DE LAS CUATRO CATEGORÍAS DE INDICADORES DE INCERTIDUMBRE ECONÓMICA. DATOS MENSUALES 2017

DESCONFIANZA EMPRESARIAL



INCERTIDUMBRE FINANCIERA



INCERTIDUMBRE MACROECONÓMICA



INCERTIDUMBRE MEDIÁTICA



Fuente: Centro de Predicción Económica (CEPREDE).

SELECCIÓN DE RIESGOS

En el informe para este año del *World Economic Forum* (WEF) se destacan seis grandes riesgos (por probabilidad de ocurrencia y/o impacto) a escala global, ninguno de los cuales es estrictamente económico, aunque sea un condicionante.

A esta lista hemos añadido otros tres que se consideran especialmente relevantes para los gestores económicos.

RIESGOS PREDOMINANTES DE ENTORNO: AMBIENTALES, SOCIALES, GEOPOLÍTICOS Y TECNOLÓGICOS

1. Acontecimientos climáticos extremos y grandes desastres naturales
2. Movimientos de migración involuntaria a gran escala
3. Ataques terroristas a gran escala
4. Incidentes masivos de fraude/robos de datos y ciberataques
5. Crisis del agua
6. Uso de armas de destrucción masiva
7. Fallos de gobernanza de países o colapso de Estados
8. Inestabilidad social
9. Conflictos entre Estados

Fuente: Elaboración propia a partir de WEF (2017).

En el campo ya directamente económico, los seis riesgos más valorados corresponden al desempleo, precios, crisis fiscales o sorpresas financieras.

RIESGOS ECONÓMICOS PREDOMINANTES A ESCALA GLOBAL, SEGÚN WEF (2017)

1. Desempleo o subempleo
2. Impacto de precios energéticos o materias primas
3. Crisis fiscales
4. Fallos de mecanismos financieros o burbujas de activos
5. Fallos de infraestructuras críticas
6. Inflación inmanejable

Fuente: Elaboración propia a partir de WEF (2017).

La selección de riesgos globales puede completarse y matizarse desde la perspectiva europea con la calificación por puntos realizada (noviembre 2017) por el *Global Forecasting Service* de *The Economist Intelligence Unit* (EIU).

| RIESGOS GLOBALES POR SU IMPACTO ECONÓMICO | | | | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|----------|----------|-------|-------|
| ELEMENTO DE RIESGO | PROB. | IMPACTO | VALOR | MAYO |
| Desaceleración desordenada y prolongada en China | Moderada | Muy Alto | 15 | 20 |
| Caída de la bolsa americana que desestabiliza mercados financieros | Moderada | Muy Alto | 15 | Nuevo |
| El terrorismo yihadista desestabiliza la economía mundial | Moderada | Alto | 12 | 12 |
| Caída de los precios del petróleo en 2018 | Alta | Moderado | 12 | Nuevo |
| Conflictos armados en el Mar de China | Moderada | Muy Alto | 12 | 12 |
| Ciberataques que paralizan la actividad en empresas y AA.PP. | Moderada | Alto | 12 | Nuevo |
| Conflicto armado en Corea | Baja | Muy Alto | 10 | Nuevo |
| Reactivación del crecimiento mundial en 2017 con fuerte expansión en las economías emergentes | Baja | Muy Alto | 10 | 15 |
| Conflicto armado en Oriente Medio | Baja | Alto | 8 | Nuevo |
| Salida del Euro de uno o más países | Muy Baja | Muy Alto | 5 | 15 |

Fuente: Elaboración propia a partir de *The Economist Intelligence Unit* (EIU). Noviembre 2017

Si comparamos estas nuevas valoraciones con las que se manejaban hace seis meses (Mayo), podemos constatar que han desaparecido de las primeras posiciones los riesgos vinculados con la política económica en EEUU, la reactivación de la carrera nuclear, la crisis de financiación de los emergentes, el Hard-Brexit o nuevos shocks petrolíferos derivados de la falta de inversión.

En cuanto al resto, en general, se han mantenido las valoraciones que se realizaban hace algunos meses y únicamente parece haberse acrecentado el riesgo vinculado con una desaceleración prolongada y desordenada de la economía China.

En sentido contrario, han aparecido nuevos riesgos vinculados con una fuerte caída de la bolsa norteamericana que terminara desestabilizando los mercados financieros, nuevos riesgos de conflictos armados (Mar

de China, Corea u Oriente Medio) y, al contrario de lo que se preveía hace unos meses, riesgos al alza vinculados con nuevas caídas de los precios del petróleo en 2018 ante la imposibilidad de mantener los recortes de cuotas de producción acordados por la OPEP.

Por nuestra parte, vamos a centrarnos en estudiar y valorar los grandes riesgos del entorno internacional y los idiosincráticos de España.

Entre los riesgos globales analizaremos las posibles consecuencias a escala internacional, y principalmente europea y en España, de las tensiones geopolíticas más relevantes, las rupturas en el proyecto europeo, y posibles sorpresas en mercados financieros. Para el caso español en particular, profundizaremos en el retardo innovador y en la pendiente reordenación territorial, con los impactos del reto secesionista catalán.

VALORANDO RIESGOS



RIESGOS E INCERTIDUMBRES DE FUTURO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

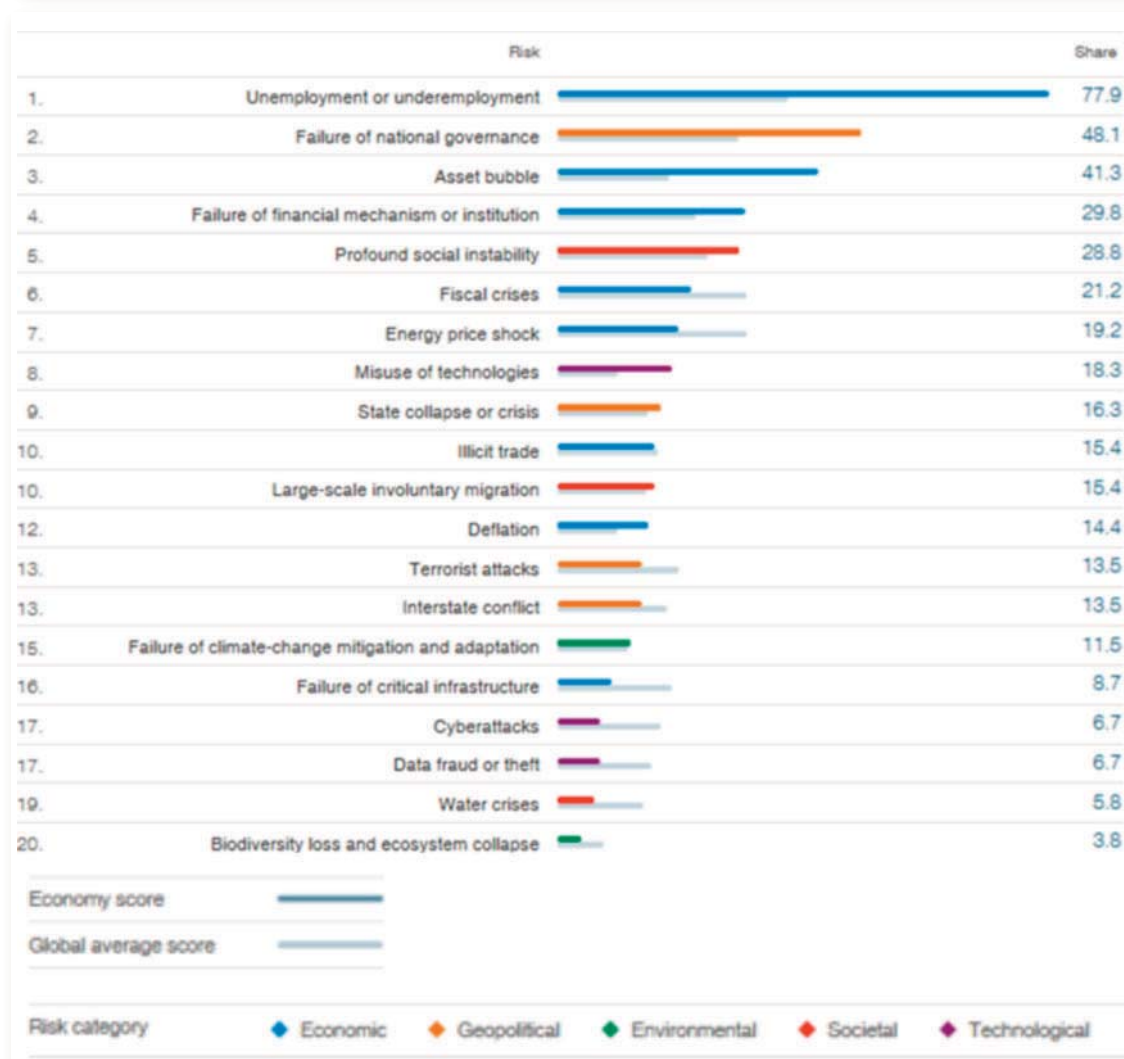
- 26 Tensiones geopolíticas y riesgo-país
- 29 Rupturas en el proyecto europeo
- 33 Riesgos en mercados financieros
- 42 Riesgos de retardo innovador
- 49 Riesgos de reordenación territorial

VALORANDO RIESGOS

Tal como veíamos en el apartado anterior, la lista de posibles riesgos que pueden afectar al conjunto de la economía internacional es bastante amplia, y su impacto y percepción va evolucionando a lo largo del tiempo y puede variar en las diferentes economías.

Así, por ejemplo, para el caso de España –y de acuerdo con las encuestas realizadas por el *World Economic Forum* a principios del año 2017– el principal riesgo sobre el entorno de los negocios estaría vinculado con la elevada tasa de desempleo acumulada, seguida por fallos en la gobernanza interna, o una posible burbuja de activos financieros.

VALORACIÓN DE RIESGOS GLOBALES PARA EL ENTORNO DE LOS NEGOCIOS EN ESPAÑA



Fuente: *The Global Risks Report 2017*.

De hecho, si comparamos las valoraciones realizadas para nuestra propia economía con las correspondientes al conjunto de la economía mundial, estas valoraciones difieren significativamente en el riesgo vinculado al desempleo (más de 40 puntos), las burbujas de activos (24 puntos), o los fallos en la gobernanza interna (20 puntos).

Por el contrario, otros riesgos como posibles crisis fiscales o shocks de precios del petróleo, presentan unas valoraciones inferiores a la media global.

Es interesante resaltar que algunos riesgos no estrictamente económicos, como ataques terroristas, fallos en infraestructuras críticas, ciberataques, robos y fraudes de datos o problemas de suministro de agua, se perciben con menor intensidad relativa en nuestra propia economía.

En cualquier caso, si bien cada uno de estos factores de riesgo merecería un análisis detallado desde nuestra propia óptica de país, tal como decíamos, nos focalizaremos únicamente en aquellos elementos que, hoy en día, podrían tener una mayor repercusión.

TENSIONES GEOPOLÍTICAS Y RIESGO-PAÍS

Aunque son globales tanto las tensiones geopolíticas como los riesgos vinculados a mercados financieros y la adaptación al cambio hacia una nueva economía digital, nuestro enfoque es acercar el análisis al impacto europeo y, principalmente, español.

Por supuesto existe una cadena de efectos y es una simplificación considerar que el peso económico de un país se refleja en su participación en el PIB mundial. Una valoración alternativa, pero limitada, de la importancia relativa de cada país en el riesgo económico internacional parte de ponderar la interrelación económica en aspectos tales como **exportaciones de bienes, turismo, otros servicios o activos de inversión extranjera directa**.

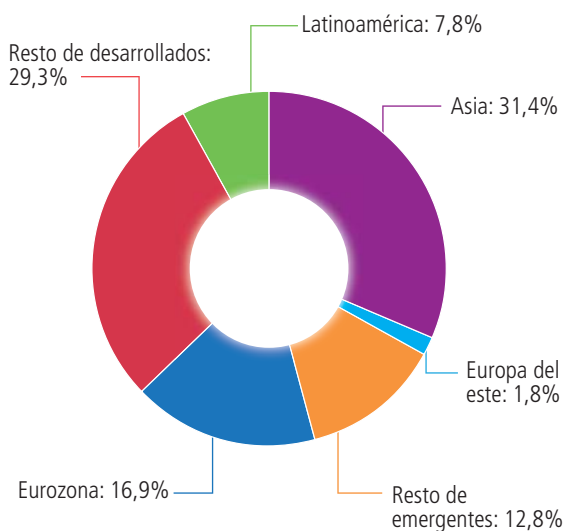
El Banco de España ha realizado un estudio pormenorizado del peso económico de cada país de nuestro entorno internacional a partir de los indicadores indicados, elaborando un **Índice de Posicionamiento Exterior para España** (L. Molina, E. López, E. Alberola (2016), *El posicionamiento exterior de la economía española*. Doc. Ocasional nº 1502).

De acuerdo con estos cálculos, Latinoamérica pesa para España el doble de lo que representa su participación en el PIB mundial y Asia, en su conjunto, no llega a la décima parte de su peso potencial por PIB (*Ver gráfico página siguiente*).

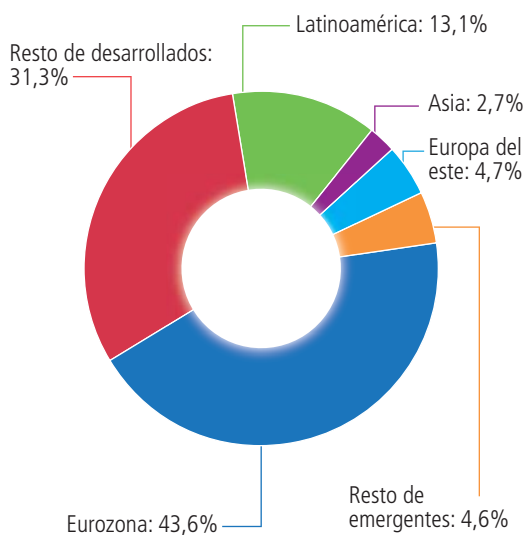
Descendiendo a países de la Eurozona (*ver gráfico página siguiente*), Portugal es cinco veces más relevante para España que lo que representa su PIB, y Holanda duplica su peso; mientras que los países más pequeños y de reciente incorporación de la Eurozona reducen significativamente su importancia para España.

EL IPEX MUESTRA LA CONCENTRACIÓN DE RELACIONES ECONÓMICAS DE ESPAÑA

PESO EN ECONOMÍA MUNDIAL (PIB)



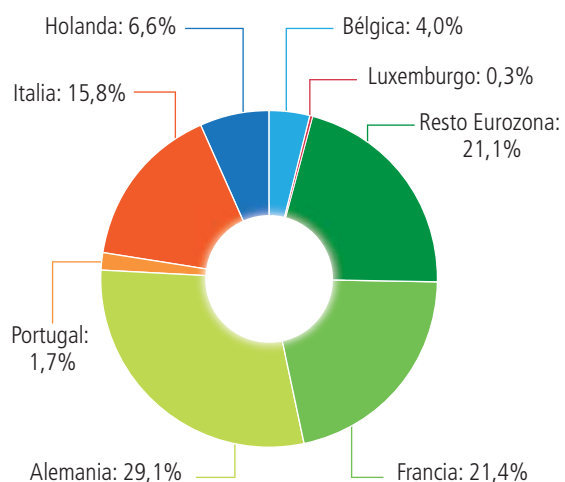
ÍNDICE DE POSICIONAMIENTO EXTERIOR (IPEX)



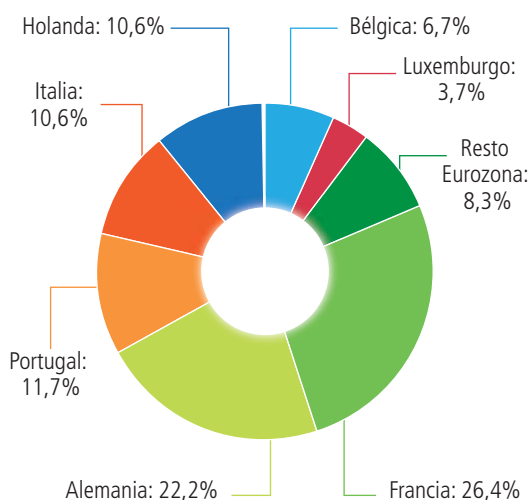
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Banco Mundial y L. Molina, E. López, E. Alberola (2016). *El posicionamiento exterior de la economía española*. Banco de España, Doc. Ocasional nº 1502.

IPEX Y PESO POR PIB DE LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA EUROZONA

PESO DE LA UE (PIB)



ÍNDICE DE POSICIONAMIENTO EXTERIOR (IPEX)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Banco Mundial y L. Molina, E. López, E. Alberola (2016). *El posicionamiento exterior de la economía española*. Banco de España, Doc. Ocasional nº 1502.

A la hora de valorar los impactos de las tensiones geopolíticas del entorno mundial no vamos a entrar a considerar el efecto económico en cadena de grandes riesgos globales, como los de confrontaciones militares en Corea o en el mar de China.

Puede ser útil, sin embargo, analizar el riesgo-país de los principales focos geográficos de inestabilidad y filtrarlos de acuerdo con la importancia que tienen para España.

El Banco Mundial (*Political Risk Service*) realiza anualmente una valoración de riesgo político para 140 países a partir de indicadores sobre estabilidad política y ausencia de violencia, efectividad del gobierno, calidad regulatoria, funcionamiento de la ley o control de la corrupción. El índice obtenido es de seguridad política y las notas máximas (promedio de indicadores) llegan a rondar los 90 puntos sobre 100 (por ejemplo, Alemania = 86) pero se sitúan en el entorno de los 50-60 puntos para países como Grecia (66), Marruecos (59) o Argentina (56). En la zona más baja se encuentran diversos países en vías de desarrollo, algunos relevantes para España (por ejemplo, 29 puntos en el caso de Venezuela).

Con información actualizada por trimestres *Euromoney* acaba de publicar (06/10/17) su informe *Country Risk* (ECR) correspondiente al tercer trimestre del año. Los resultados se obtienen por valoración de expertos (unos 400) de 15 indicadores sobre riesgos económicos, políticos y estructurales (pesos 30%, 30%, 10%) más tres indicadores cuantitativos sobre deuda, rating crediticio y acceso al mercado internacional de capitales (10% peso cada uno).

Los puestos más altos de seguridad inversora (notas cercanas o por encima de 90 puntos) corresponden a países como Noruega, Suiza o Singapur. El promedio global (186 países) se sitúa en el entorno de los 50 puntos.

Combinando el peso para España (IPEX) y el riesgo-país (tomando 100 como el índice de confianza más bajo) podemos establecer una jerarquía de países a prestar una especial atención.

ORDENACIÓN DE LOS PRINCIPALES PAÍSES EN CUANTO A RIESGO PARA ESPAÑA

| PAÍS | RIESGO-PAÍS | IPEX | RIESGO-PAÍS PONDERADO |
|--------------|-------------|-------|-----------------------|
| FRANCIA | 27,61 | 11,52 | 3,18 |
| BRASIL | 51,89 | 4,07 | 2,11 |
| REINO UNIDO | 13,33 | 15,25 | 2,03 |
| ITALIA | 35,95 | 4,63 | 1,66 |
| MÉXICO | 54,32 | 3,02 | 1,64 |
| ALEMANIA | 14,02 | 9,66 | 1,35 |
| PORTUGAL | 24,55 | 5,08 | 1,25 |
| EEUU | 12,12 | 7,69 | 0,93 |
| RUSIA | 55,91 | 1,35 | 0,75 |
| VENEZUELA | 70,76 | 1,00 | 0,71 |
| TOTAL | | 63,3% | 15,6 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Banco Mundial y L. Molina, E. López, E. Alberola (2016). *El posicionamiento exterior de la economía española*. Banco de España, Doc. Ocasional nº 1502

RUPTURAS EN EL PROYECTO EUROPEO

Desde nuestra plena integración en el mercado común europeo y, en mayor medida, desde nuestra integración en el área de moneda única, la evolución del proyecto europeo en su conjunto y del crecimiento económico de la zona, en particular, se ha convertido en uno de los principales condicionantes de nuestro propio desarrollo económico, de forma tal que cualquier elemento de riesgo vinculado con el conjunto de la economía europea se convierte, de forma automática, en un elemento de riesgo específico para nuestra propia economía.

En efecto, y tal como veíamos en el apartado precedente, mientras que la economía de la Eurozona representa algo menos del 17% del PIB mundial, el IPEX eleva el peso relativo sobre nuestra economía por encima del 43%.

VALORACIONES DE LOS ELEMENTOS DE RIESGO EN LA ECONOMÍA EUROPEA



Fuente: AIECE. *General Report*. Noviembre. 2017.

En el momento actual, y de acuerdo con las valoraciones realizadas por el conjunto de institutos de análisis y predicción europeos integrados en la Association of European Conjuncture Institutes (AIECE), los principales riesgos que pueden condicionar las perspectivas económicas de la Eurozona estarían focalizados en la desaceleración americana, la posible desintegración europea y el Brexit o los mercados financieros en EEUU y China y que comentaremos con mayor detalle en el siguiente apartado.

Siguen presentes, por tanto, entre las primeras posiciones los riesgos vinculados con el propio proceso de integración y más específicamente, con el proceso de salida del Reino Unido (Brexit).

Tras el referéndum celebrado en junio de 2016, la primera ministra británica Theresa May activó en marzo del presente año el artículo 50 por el cual se inició el proceso de negociación para la salida efectiva del Reino Unido del seno de la Unión Europea y que sería efectivo en un periodo máximo de dos años.

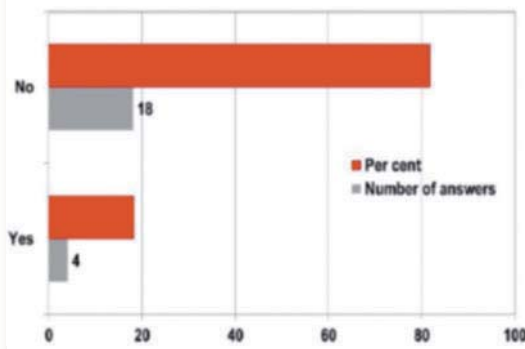
Sin embargo, hasta el momento actual no se han registrado grandes avances en esta negociación y el resultado final de la misma sigue siendo bastante incierto ya que ni siquiera está definido el nuevo *statu quo* que regulará las relaciones del Reino Unido con el resto de países miembros de la Unión Europea.

En este sentido, es difícil aventurar cuál podría ser el efecto final de esta salida sobre el conjunto de economías europeas, en general, y sobre la economía española en particular. En cualquier caso, no cabe duda que esta salida terminará afectando tanto al proceso global de integración económica como al crecimiento económico de la zona.

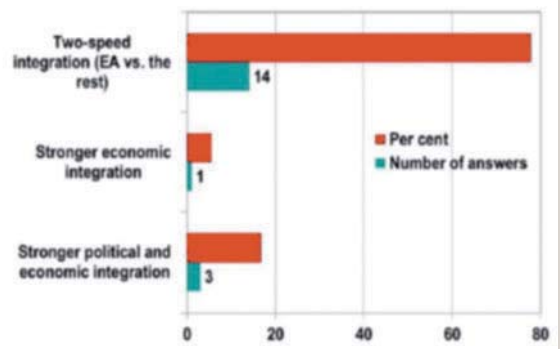
Con respecto al primero de los efectos, y atendiendo a las valoraciones realizadas por los diferentes institutos de predicción europeos, no parece que el abandono del Reino Unido del proyecto europeo vaya a inducir un proceso de salida en cascada de otras economías; aunque tampoco va a contribuir claramente a aumentar la integración política y económica del resto de países, siendo la evolución más probable el aumento de la integración a dos velocidades (Eurozona y resto).

EFFECTOS DEL BREXIT EN EL PROCESO DE INTEGRACIÓN EUROPEA

WOULD OTHER MEMBER STATES LEAVE THE EU AS A RESULT OF BREXIT?



THE ASSESSMENT OF THE EU'S MEDIUM-TERM RESPONSE TO BREXIT

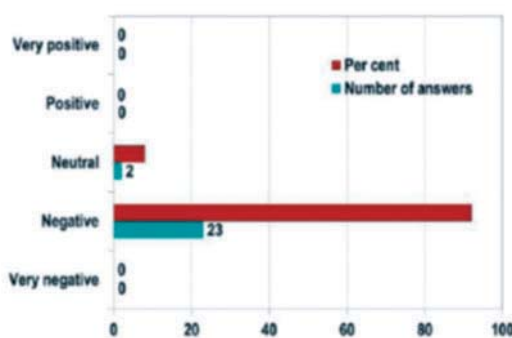


Fuente: AIECE. *General Report*. Noviembre 2016.

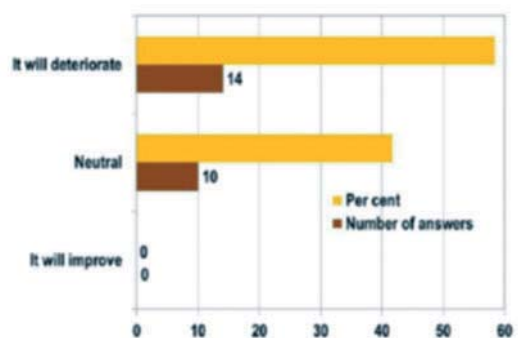
En cuanto al posible impacto económico, existe un acuerdo bastante generalizado a la hora de valorarlo como negativo en términos del crecimiento del PIB real, que podría verse reducido hasta en un punto de porcentaje al considerarse que esta salida terminará generando un cierto deterioro de la competitividad general de la economía europea.

EFFECTOS DEL BREXIT EN EL PROCESO DE INTEGRACIÓN EUROPEA

THE EVALUATION OF THE IMPACT OF BREXIT ON THE EU ECONOMY



THE EVALUATION OF THE IMPACT OF BREXIT ON THE COMPETITIVENESS OF THE EU



Fuente: AIECE. *General Report*. Noviembre 2016.

Reino Unido ocupa el cuarto puesto entre nuestros clientes internacionales y es nuestro quinto proveedor internacional.

Centrándonos en nuestro propio país, y tal como recoge el IPEX, presentamos una elevada interrelación directa con el Reino Unido que, en la actualidad, ocupa el cuarto puesto entre nuestros clientes internacionales, absorbiendo más del 7% de nuestras exportaciones totales de bienes; mientras que es nuestro quinto proveedor internacional al que adquirimos cerca del 5% de nuestras importaciones. Como resultado de estos flujos, desde hace unos años presentamos un superávit comercial superior a los 5.600 millones de € anuales.

Adicionalmente, el Reino Unido es el primer emisor de los turistas que recibimos en nuestro país, representando cerca del 22% del total de turistas que nos visitan anualmente, mientras que el porcentaje de turismo español con destino al Reino Unido es ligeramente inferior, limitándose al 7% del total y ocupando la quinta posición en el ranking de destinos internacionales de los españoles. Esta situación de desequilibrio en los flujos turísticos genera, nuevamente, un importante superávit de la balanza bilateral que supera los 6.000 millones de €.

De la misma forma, los saldos de otros servicios y de rentas son igualmente positivos para nuestro país, por lo que, globalmente, obtendríamos un saldo positivo cercano a los 15.000 millones de €, es decir, algo menos del 1,5% del PIB español.

En términos de las inversiones directas cruzadas, el Reino Unido se presenta como el principal destino de nuestras inversiones, superando el 14% del stock acumulado de IED española en el exterior, mientras que algo más del 10% del stock de inversión extranjera en España procedería del Reino Unido.

De acuerdo con los datos del INE, en España residen de forma permanente unos 300.000 ciudadanos británicos, frente a unos 200.000 españoles que se estima que pueden estar residiendo en el Reino Unido.

A la vista de estos datos, podemos inferir que un cambio en las condiciones de interrelación del Reino Unido con el conjunto de la Unión Europea en términos de movilidad de personas, mercancías, servicios y capitales podría tener un impacto relevante sobre la economía española.

Lógicamente, la realización de un análisis detallado de las posibles consecuencias que tendrá sobre nuestra economía la salida del Reino Unido quedaría fuera de los objetivos del presente informe, tanto por su propia extensión como por la incertidumbre y las múltiples incógnitas que persisten sobre la forma efectiva en que se instrumentaría esta salida.

Así, por ejemplo, en un informe publicado por el *National Institute of Economic and Social Research*¹ se establecen tres modelos alternativos para la posible relación comercial entre la Unión Europea y el Reino Unido, que se corresponderían con el estatus actual de Noruega, Suiza o el marco genérico de la Organización Mundial del Comercio.

A su vez, dentro de cada uno de estos escenarios, se establecen diversos niveles de impacto sobre las distintas magnitudes macroeconómicas en función de los efectos sobre el tipo de cambio de la libra, las primas

1. *National Institute Economic Review*. Nº 236. May 2016.

de riesgo en los tipos de interés o el efecto de la incertidumbre sobre las decisiones de los agentes económicos.

A modo de resumen, en la tabla que presentamos a continuación se presentan los efectos estimados por la citada institución sobre el PIB del Reino Unido, el consumo privado y sobre sus importaciones, considerando las tres alternativas del nuevo estatus comercial, así como el escenario más optimista y el más pesimista para el resto de condicionantes.

| EFECTOS DEL BREXIT SOBRE EL REINO UNIDO | | | | |
|-----------------------------------------|-----------|-----------|-------|-------|
| PIB | | 2016-2019 | 2020 | 2030 |
| Modelo Noruego | Optimista | -1,4 | -1,7 | -1,5 |
| | Pesimista | -1,5 | -2,1 | -2,1 |
| Modelo Suizo | Optimista | -1,4 | -1,9 | -1,9 |
| | Pesimista | -1,5 | -2,2 | -2,3 |
| Modelo OMC | Optimista | -1,6 | -2,5 | -2,7 |
| | Pesimista | -1,7 | -3,3 | -3,7 |
| CONSUMO | | 2016-2019 | 2020 | 2030 |
| Modelo Noruego | Optimista | -0,9 | -1,4 | -2,4 |
| | Pesimista | -1,1 | -2,0 | -3,3 |
| Modelo Suizo | Optimista | -1,0 | -1,6 | -2,8 |
| | Pesimista | -1,2 | -2,0 | -3,5 |
| Modelo OMC | Optimista | -1,3 | -2,4 | -4,0 |
| | Pesimista | -1,6 | -3,3 | -5,4 |
| IMPORTACIONES | | 2016-2019 | 2020 | 2030 |
| Modelo Noruego | Optimista | -8,4 | -11,2 | -10,7 |
| | Pesimista | -11,1 | -16,8 | -16,7 |
| Modelo Suizo | Optimista | -9,7 | -14,0 | -13,3 |
| | Pesimista | -11,6 | -17,9 | -17,4 |
| Modelo OMC | Optimista | -13,2 | -21,2 | -20,7 |
| | Pesimista | -17,2 | -29,3 | -29,0 |

Diferencias en porcentaje sobre el escenario básico.

Fuente: *National Institute Economic Review*. Nº 236. May 2016.

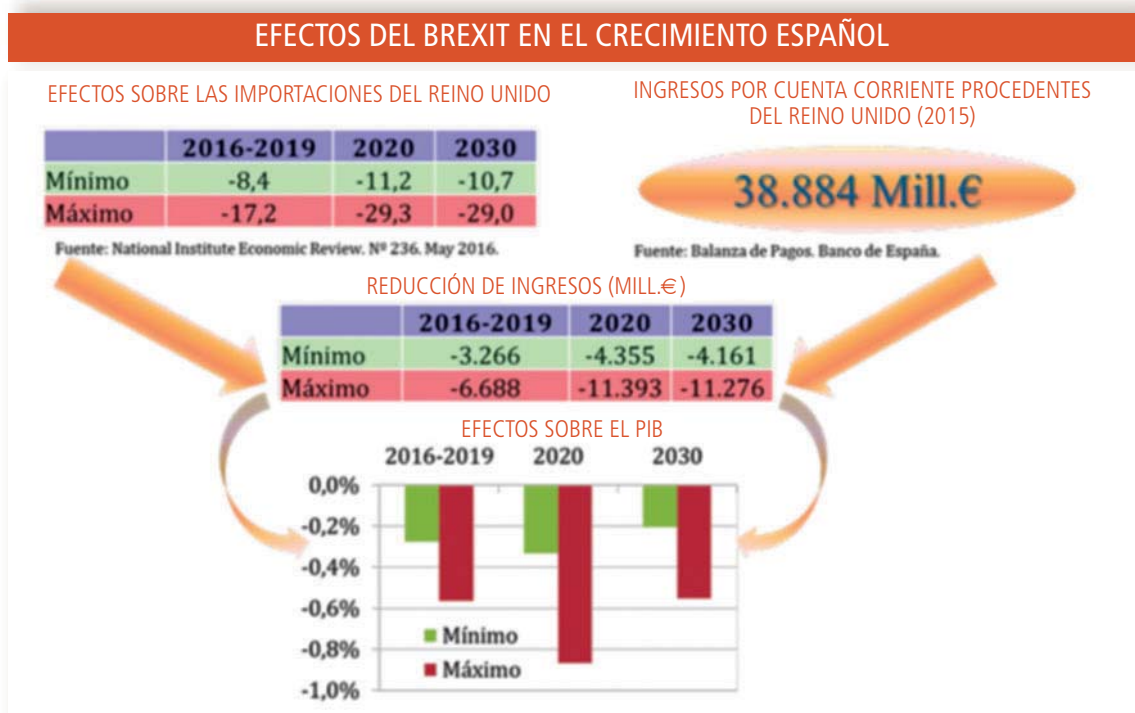
Como puede comprobarse en la tabla anterior los efectos a corto plazo sobre el PIB del Reino Unido oscilarían entre 1,4 y 1,7 puntos del PIB, mientras que a más largo plazo este impacto se ampliaría hasta el rango del 1,5 al 3,7% de diferencia con respecto al escenario básico de permanencia en la Unión Europea. Estos

efectos se verían sensiblemente amplificadas en el caso de las importaciones que, a largo plazo, podrían verse reducidas entre un 10,7 y un 29% respecto a ese escenario básico.

Aunque, tal como decíamos, no resulta sencillo inferir el efecto final sobre nuestra propia economía, podemos utilizar los resultados obtenidos por el NIESR, junto con los niveles actuales de ingresos procedentes de la venta de bienes y servicios al Reino Unido para tratar de evaluar el posible efecto sobre nuestro PIB.

Partiendo de una cifra inicial de ingresos totales procedentes del Reino Unido de unos 39.000 millones de euros, y aplicando los porcentajes de reducción de las importaciones estimados por el NIESR, podríamos estimar que la pérdida de ingresos oscilaría entre los 3.200 y los 6.600 millones de euros a corto plazo, que se podría elevar hasta un rango de 4.100 a 11.300 millones de € en el año 2030, tal como se ilustra en la figura que presentamos a continuación.

En términos relativos este impacto oscilaría entre el 0,2 y 0,9 puntos de PIB. Lo que supone entre un 20 y 30% del impacto estimado para el PIB del Reino Unido.



Fuente: CEPREDE. Mayo 2016.

RIESGOS EN MERCADOS FINANCIEROS

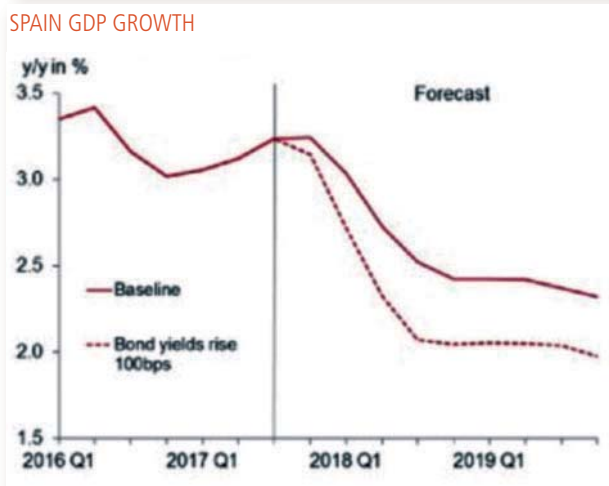
La característica básica de los mercados financieros es su globalidad. Las sorpresas pueden provenir de cualquier país en cualquiera de sus mercados (bursátil, bonos, tipos de cambio ...), pero los contagios son en cadena y dependen del país o países en que se inicie, con gran preponderancia del papel de Estados Unidos y la Eurozona en las repercusiones para España.

El total de todo tipo de activos financieros (no consolidado) en España se sitúa por encima de los 12 billones, es decir, una cifra que multiplica por más de 10 a la del PIB. Por tanto, una crisis financiera puede suponer costes de miles de millones (más de 60 solo el rescate bancario de la pasada crisis) y un cambio de ritmo radical en los ritmos de crecimiento económico (durante siete años en la última experiencia).

Sin llegar a representar una gran crisis, alteraciones financieras de alguna entidad tienen implicaciones significativas en los patrones de crecimiento de la economía real. Por ello, seguir de cerca la evolución de los mercados financieros es relevante para la predicción macroeconómica y su importancia aumenta progresivamente en un contexto globalizado de innovación financiera y de transacciones financieras al alza.

Como ejemplo, *Oxford Economics* ha realizado una simulación referida a la economía española sobre el impacto en el crecimiento del PIB de una subida de 100 puntos básicos en la rentabilidad de los bonos. El efecto estimado sería de hasta medio punto de porcentaje de menor tasa de crecimiento del PIB en 2018-2019.

ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DE UNA SUBIDA DE 100 P.B. DEL TIPO DE RENDIMIENTO DE LOS BONOS SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB DE ESPAÑA



Fuente: *Oxford Economics/Haver Analytics*

Los riesgos de alteraciones en el entorno financiero forman parte de la vida normal de esos mercados. La valoración de sus impactos depende de la magnitud de los cambios.

Caídas de hasta un 5% en los mercados financieros forman parte del día a día; llegar al 10% ya parece una corrección bajista (*bear market*); superar el 20-30% entre pico y mínimo se percibe como un auténtico colapso financiero (*crash*).

Pasar de un mercado alcista (*bull*) a otro bajista (*bear*) puede ser una tendencia correctora de bastantes años, que no tiene que pasar necesariamente, por una situación de *crash*.

Los últimos años posteriores a la Gran Crisis forman parte de la fase alcista de los mercados financieros, caracterizados por una economía que mejora rentas personales y empresariales en un entorno de volatilidad decreciente de los mercados financieros y una predisposición creciente de los inversores a pagar más por cada euro de ganancia (Barry Ritholtz, *How to spot a bull or bear market*, Bloomberg, 14/08/17).

Pasar a un mercado bajista, como algunos analistas temen, refleja una situación opuesta: volatilidad al alza, subidas y bajadas cíclicas en la economía con entornos cambiantes; inversores menos dispuestos a pagar por cada euro de ganancia (aversión al riesgo). La dificultad para detectar posibles cambios de régimen y riesgo adicional de un posible *crash* está en que las variables económicas (en particular la evolución de rentas de inversores y empresas) solo explican una parte de los fuertes cambios de los mercados.

El hecho es que la historia de anteriores burbujas (vivienda, petróleo, empresas.com ...) nos indica que siempre han tenido el sonar previo de algunas trompetas anunciadoras sueltas (que han soplado otras muchas veces en falso). El problema es que la burbuja no se infla gradualmente, sino que se convierte en explosiva coincidiendo con algún detonante. Si los agentes económicos supieran que realmente se está formando una burbuja con peligro de estallar, su comportamiento iría desinflando el globo. Lo preocupante es que un acontecimiento puntual e inesperado, convierte una inflamación en auténtica burbuja y la pincha repentinamente.

Por el momento, los indicadores más habituales sobre incertidumbre financiera y expectativas a corto plazo no alertan de alteraciones significativas en niveles normales o reducidos, en general, se encuentran:

- Índice VIX de volatilidad, elaborado por el CBOE (*Chicago Board Options Exchange* sobre el S&P500).
- Citigroup Surprise Index, construido como promedio ponderado de las desviaciones de las diferencias entre dato real y pronóstico previo de expertos.
- Financial Stress Indicator, del *BBVA Research*, mide tensiones financieras en países emergentes y desarrollados, utilizando indicadores tales como riesgo soberano, volatilidad bursátil, riesgo de crédito bancario, volatilidad de tipos de interés y tensiones de liquidez.
- Yale International Center for Finance, proporciona diversos índices de confianza financiera tales como el *One Year Confidence* (encuesta a inversores sobre si piensan que el mercado bursátil vaya al alza desde el momento actual a un año después) o el *Yale Crash Confidence* (encuesta sobre confianza de inversores en que no se dé una situación de *crash* bursátil en seis meses).

Según algunos cálculos referidos a EEUU (S&P500) en el periodo 1982-2000, la ratio precio/ingresos se multiplicó por 5 (de 7 a 34) en el periodo de 18 años, y el índice bursátil se había duplicado. La mayoría de

VISIÓN GLOBAL DE INDICADORES DE ALERTA FINANCIERA



Fuente: Elaboración propia a partir de *Financial Times*, *CBOE*, *BBVA Research*, *Yale International Center for Finance* y *CEPREDE*

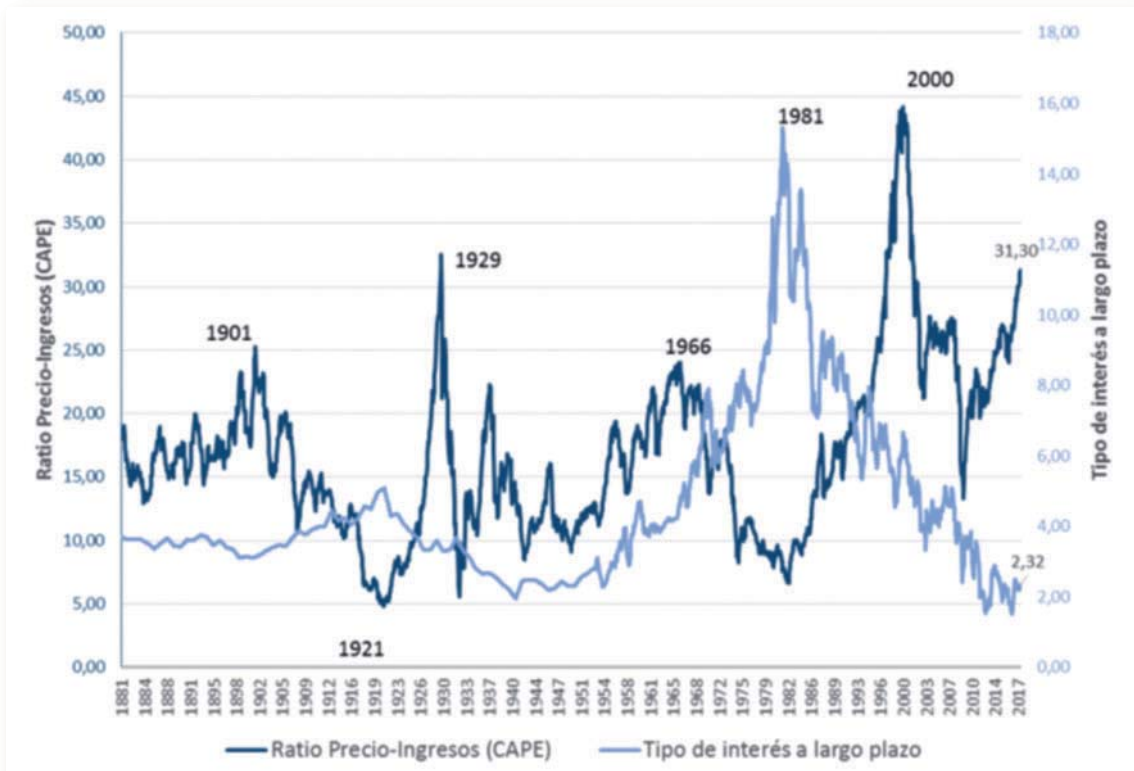
las ganancias del mercado fueron atribuidas a la psicología de pagar más al mismo rendimiento en dólares, aunque no aumentasen los beneficios de las empresas.

Es interesante seguir la evolución desde 1980 del indicador precios/ingresos para empresas (deflactados y ajustados a ciclos de 10 últimos años) del S&P500, según la propuesta de Robert Shiller (*Cyclically Adjusted Price Earning, CAPE*).

En el año 2000 el índice llegó a casi 45 desde valores más normales de 15-20; cayó a casi 10 en los años de crisis y después se ha recuperado hasta 30 (el valor más alto desde 2002), mientras los tipos de interés a largo plazo descendían de 16 a 2.

El aviso es de una posible corrección de cotización bursátil a la baja en EE.UU. que podría contagiarse a otras bolsas mundiales y particularmente a Europa. Sin embargo CAPE de la Europa desarrollada está en solo 19 y España en 17 (datos en www.starcapital.de/research/stockmarketvaluation).

CAPE (S&P500) Y TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO PARA EEUU (1880-ACTUALIDAD)



Fuente: Elaboración propia a partir de Robert Shiller. *Cyclically Adjusted Price-Earning, CAPE*

Más allá de una situación de partida de sobrevaloración en los mercados bursátiles (especialmente de EE.UU), algunos analistas como Claudio Borio (director económico del *Bank for International Settlements, BIS*) sugieren otros factores que pueden conducir a la implosión en los ciclos de créditos, especialmente en China y otras muchas economías emergentes (*Secular stagnation or financial cycle drag?*, marzo 2017).

En términos de probabilidades subjetivas, hay analistas que se han atrevido a adelantar un fin para el ciclo alcista a 24 meses vista, con una probabilidad del 30% y a 12 meses entre 5 y 17% (Financial Times, *Three ways the economic and financial cycle could end*, 31/07/17).

Entre los riesgos financieros hay que valorar el impacto de la previsible vuelta a la normalidad de la política monetaria del BCE, con su programa de compra de deuda y su mantenimiento de tipos de interés excepcionalmente bajos. "Sigue siendo el principal factor de cola que impulsa el crecimiento español, más que a otras economías de la Eurozona, dado nuestro superior nivel de endeudamiento y la mayor importancia de los préstamos a familias y empresas a tipos de interés variables, referenciados al Euribor" (E. Ontiveros, *Vulnerabilidad Financiera*, El País, 31/07/17).

Naturalmente el cambio de ciclo financiero puede estar fuertemente interrelacionado (en la doble dirección) con el ciclo económico, vía debilidad progresiva de la demanda y/o aumento de la inflación en vuelta a un entorno de estancamiento secular.

El impacto de una tensión especial (*stress*) en el sistema financiero, más allá del ya reforzado sistema bancario es un peligro a tener en cuenta, que está siendo objeto de especial atención para evitar un nuevo *crash*.

El sistema financiero de base del mercado no bancario se estima que ha crecido en sus activos, a escala global, en más de un tercio desde la última crisis (fondos de inversión, operadores, empresas de seguros, fondos de pensiones, fondos soberanos).

El Banco de Inglaterra ha realizado un ejercicio de simulación de impacto en los mercados de bonos corporativos, con especial atención a los fondos de inversión (*Simulating stress across the financial system: The resilience of corporate bond markets and the role of investment funds*, Bank of England, Julio 2017).

Los resultados apuntan a que unos reembolsos semanales de los fondos de inversión equivalentes a un 1% de sus activos (situación similar a las retiradas en la pasada crisis de 4% en octubre de 2008) podrían incrementar el tipo de interés de los bonos de empresas (diferencial respecto a la deuda pública) en el orden de 40 puntos básicos y añadir tensiones financieras en la capacidad de los operadores para absorber esos

IMPACTOS DE REEMBOLSO DE FONDOS DE INVERSIÓN (% DE ACTIVOS NETOS RETIRADOS EN UN MES)

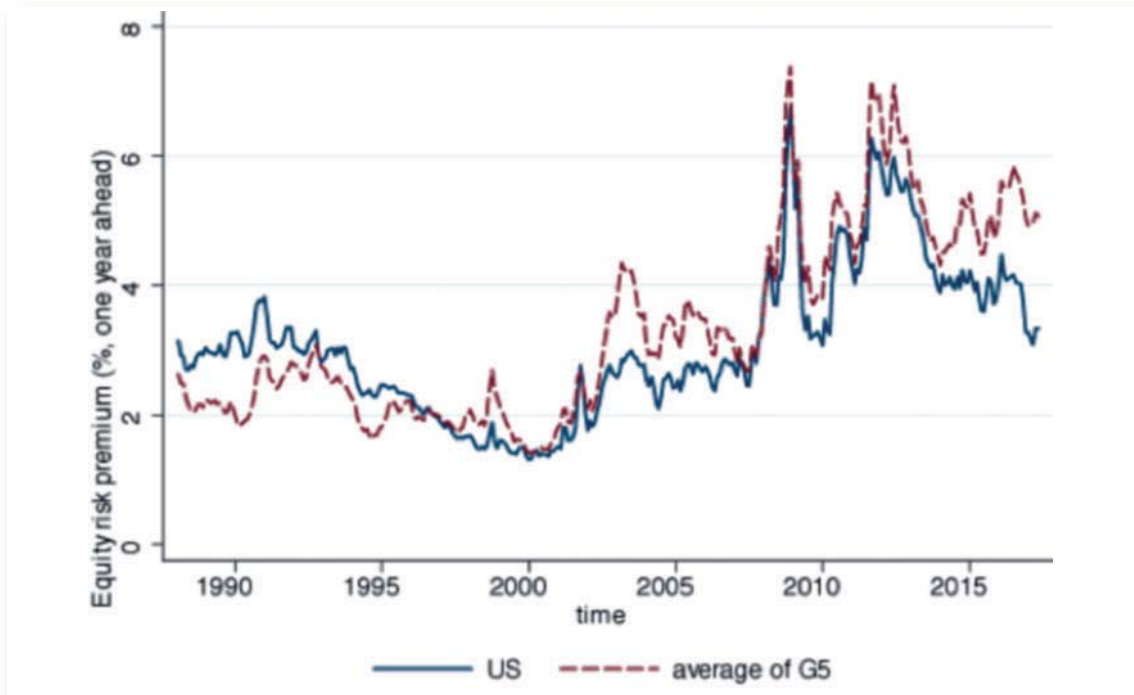
| REEMBOLSO MENSUAL S/ACTIVOS | IMPACTO SOBRE TIPOS DE INTERÉS | RUPTURA DE MERCADO |
|-----------------------------|--------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Hasta 4% | 40 p.b. | No |
| Hasta 5,5% | 70 p.b. | Punto ruptura mercado con fondos de inversión |
| Hasta 8% | 80 p.b. | Punto de ruptura operadores intermedios (bancos, inversores institucionales, <i>hedge funds</i>) |

Fuente: Elaboración propia a partir de Bank of England, *Simulating stress across the financial system: The resilience of corporate bond markets and the role of investment funds*, julio 2017.

reembolsos. Pero la progresiva subida es exponencial y pasar a un 1,3% de retirada de activos (5% mensual) implicaría ya casi alcanzar un spread de 70 puntos básicos y acercarse al punto de ruptura del mercado. Pasar del 2% (8% mensual) podría llevar a la ruptura global del mercado y fallos de liquidez para atender a las peticiones de reembolso.

Para algunos especialistas en finanzas internacionales el premio de riesgo (diferencia entre rendimiento de invertir en bolsa y tipo de interés de una renta fija segura como la deuda pública a 10 años) juega un papel estratégico en el comportamiento de los mercados. Se situó en el entorno del 2% al 4% hasta el inicio de la crisis y llega a colocarse (con fuertes oscilaciones) entre el 4% y el 7% en los años centrales de la pasada crisis. A partir de 2013 hay una tendencia a la disminución, especialmente en Estados Unidos.

PREMIO DE RIESGO DE LA INVERSIÓN FINANCIERA EN ACCIONES (PERSPECTIVAS A 1 AÑO)



Fuente: Caballero y Simsek (2017) a partir de Datastream como mediana de nueve diferentes métodos de cálculo. G5= EEUU, Japón, Alemania, Reino Unido y Francia.

Con políticas monetarias fuertemente expansivas para salir de la crisis, los tipos de interés oficiales de referencia bajan progresivamente y el diferencial entre rendimiento de acciones y de deuda pública se amplía. La aversión al riesgo propia de tiempos de crisis se compensa con un mayor premio al inversor en renta variable.

Pero la situación a futuro puede cambiar en el momento actual. Atención al papel detonante que puede tener un acontecimiento geopolítico en una corrección brusca de los mercados financieros y un cambio de la situación económica de fase expansiva a recesión global. No es un pronóstico, sino un aviso de riesgo potencial (Caballero y Simsek, *Risk intolerance and global economy: A new macroeconomic framework*, VOX agosto 2017).

La idea básica es que la economía mundial se encuentra en un momento de elevada fragilidad al requerir, para continuar en su fase de consolidación del crecimiento y del empleo, una alta confianza de los agentes económicos, bajos tipos de interés y elevados premios de riesgo para la inversión bursátil, en un entorno de reducida volatilidad de los mercados financieros y alta especulación, que potencia su alza continuada.

Este contexto se da en la actualidad en un gran número de países, especialmente entre las economías desarrolladas ¿pero qué podría ocurrir si un conflicto geopolítico sacude repentinamente los mercados financieros y se produce una punta de volatilidad que cambia optimismo por pesimismo en los inversores, en circunstancias extremas de tipos de interés reducidos y fuerte aversión al riesgo?

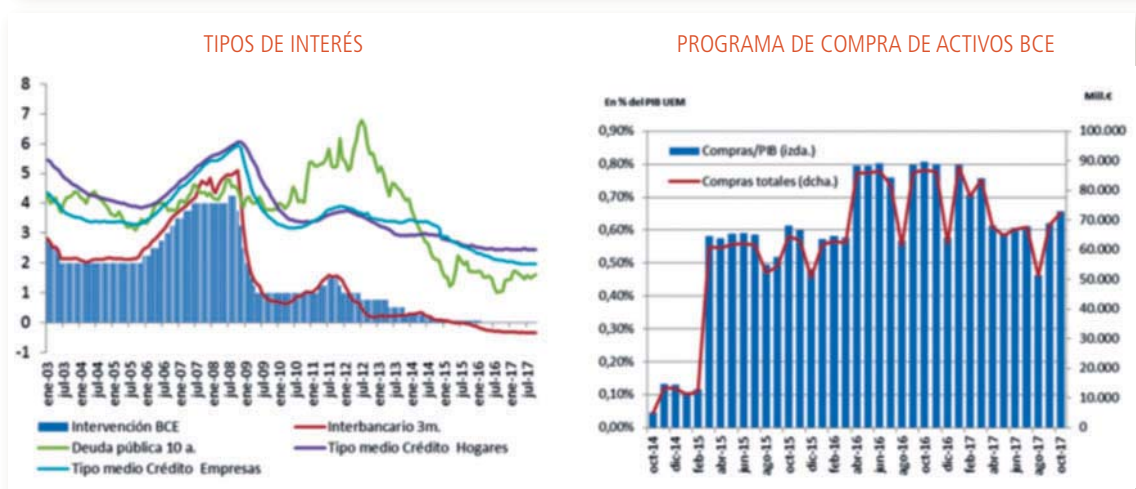
Su respuesta: *“La economía mundial es actualmente bipolar, en el sentido de que hay una distancia muy corta (en el espacio de la volatilidad) entre el entorno actual (momento dulce, baja volatilidad, alta especulación) y una recesión global inducida por una punta en la percepción de riesgo”.*

Nuestra posición: Creemos que no hay riesgo inmediato de burbuja financiera y no es bueno alimentar esos temores sin soportes muy fundados. Pero se dan diversas circunstancias para estar en pre-aviso. Mercados financieros al alza, reducida volatilidad e indicadores de incertidumbre en mínimos históricos no aseguran una continuidad de la actual fase expansiva, ni financiera ni económica en general.

Al margen de este posible riesgo vinculado con una brusca corrección de los mercados de valores que, como decíamos, no es un escenario de excesiva probabilidad a corto plazo, lo que parece indudable es que estos mercados financieros europeos deberán enfrentarse, tarde o temprano, a un deterioro en las favorables condiciones en las que se han estado desarrollando en los últimos años como resultado de un cambio de orientación de la política monetaria europea que, paulatinamente, pondría fin al periodo de alta liquidez que estamos disfrutando en los últimos años.

En efecto, desde que se iniciara la crisis a finales de 2008, la economía europea ha experimentado una política monetaria ultra-expansiva que parte de unos tipos de intervención negativos y que se traslada a todos los sectores: financiero, administraciones públicas, empresas y hogares.

POLÍTICA MONETARIA ULTRA-EXPANSIVA DEL BCE



Fuente: Elaboración propia. Datos del BCE. Noviembre 2017.

Adicionalmente, las medidas habituales de tipos de interés han sido complementadas con políticas no convencionales basadas en programas de compras de activos financieros y que han venido inyectando liquidez en el sistema europeo a un ritmo medio de unos 70.000 millones mensuales, lo que supone algo más de medio punto del PIB de la Eurozona.

Hasta el momento actual, el programa de compra de activos acumula un stock total superior al 20% del PIB europeo y "debería" finalizar en diciembre del presente año, aunque la normativa del BCE deja abierta la posibilidad de extensión temporal si se considerara oportuno.

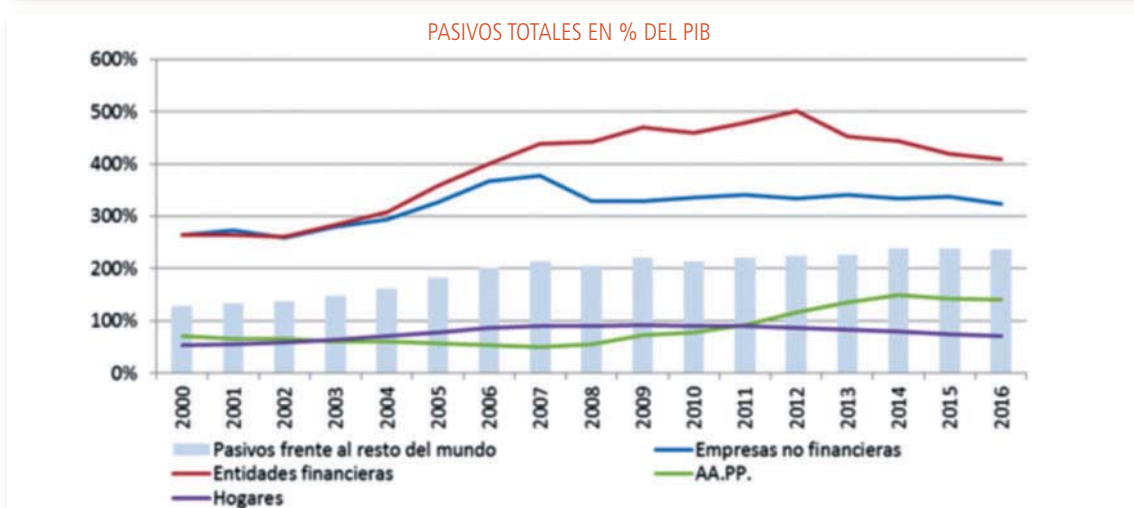
Aparentemente, los efectos a corto plazo no serían especialmente perniciosos ya que las amortizaciones programadas para los próximos 12 meses apenas alcanzan el 5% del stock acumulado en los programas vigentes. En el mismo sentido, las hipótesis medias consideradas por los predictores del panel del Banco Central Europeo, así como la mayoría de los institutos de AIECE, sitúan el tipo de intervención en 2018 en niveles similares a los actuales, mientras que para 2019 se adelanta una moderada elevación hasta el entorno del cuarto de punto.

En cualquier caso, como decíamos, tarde o temprano esta política ultra expansiva finalizará y, tanto las instituciones financieras, como las administraciones públicas, las empresas y los hogares deberán estar preparados para una situación menos favorable, con menor oferta de liquidez y mayores costes del capital.

En este sentido, es interesante analizar si los diferentes agentes han tomado las medidas adecuadas de corrección de sus balances financieros y están, por tanto, en condiciones de afrontar esta nueva etapa.

De acuerdo con los datos recogidos por el Banco de España, en nuestro país, tanto las empresas como las familias habrían mejorado su posición financiera neta y reducido su endeudamiento (préstamos y valores); si bien, en términos agregados no se aprecian reducciones significativas de los pasivos financieros frente al exterior, ya que las Administraciones Públicas habrían continuado aumentando su endeudamiento durante los últimos años.

EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO EN ESPAÑA



Fuente: Elaboración propia. Datos de las Cuentas Financieras del Banco de España BCE. Noviembre 2017.

Si comparamos esta evolución del endeudamiento en nuestro país con la registrada en el resto de economías europeas, podremos comprobar que los hogares españoles abordaron un proceso de endeudamiento bastante más acusado que la media europea, aunque la corrección aplicada en los últimos periodos nos ha devuelto a niveles próximos a los estándares de la Eurozona.

En la misma línea, las empresas no financieras españolas también se endeudaron en mayor intensidad que la media de las economías europeas; si bien, son las que en mayor medida se han desapalancado en los últimos años. Por su parte, las entidades financieras habrían mantenido un menor nivel de endeudamiento durante el ciclo expansivo, por lo que también ha sido menor el proceso de desapalancamiento, presentando una deuda neta sensiblemente menor que la deuda europea.

Finalmente, el conjunto de Administraciones Públicas europeas habrían realizado un recorrido inverso, con reducción de la deuda hasta 2008 y aumentos en los últimos periodos, siendo España el país que en mayor medida habría aumentado su endeudamiento en estos últimos 8 años.

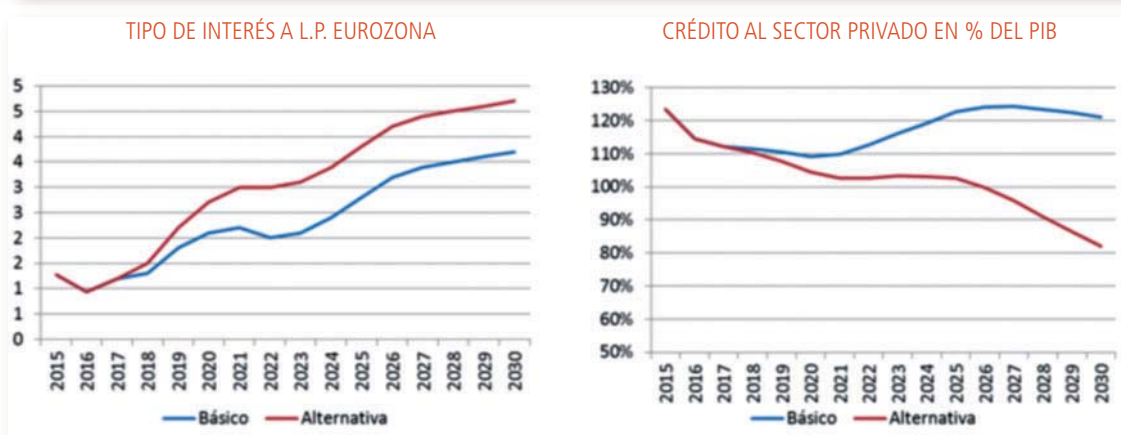
De cara al futuro, y tal como adelantábamos, los escenarios básicos de predicción no contemplan un efecto especialmente restrictivo de la política monetaria, considerándose una reactivación moderada de los tipos de interés y una cierta reactivación del crédito al sector privado.

Ahora bien, frente a este escenario básico, desde el Centro de Predicción Económica (CEPREDE) se ha planteado una situación alternativa de mayor elevación de los tipos de interés y de prolongación de las restricciones crediticias ante una menor disponibilidad de liquidez a nivel de la Unión Europea.

Como hipótesis de partida se ha considerado una mayor elevación progresiva de los tipos de interés a lo largo del horizonte de predicción hasta situarse un punto por encima de los niveles contemplados en el escenario básico; mientras que el crédito al sector privado prolongaría su proceso de caída hasta situarse en niveles en torno al 80% del PIB a finales del horizonte de predicción.

Para dimensionar esta contención del crédito se ha partido del stock acumulado en los programas de compra de activos del BCE y que en el momento actual ascendería a unos 857.000 millones de €. Considerando

ESCENARIO ALTERNATIVO DE MENOS EXPANSIÓN MONETARIA



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2017.

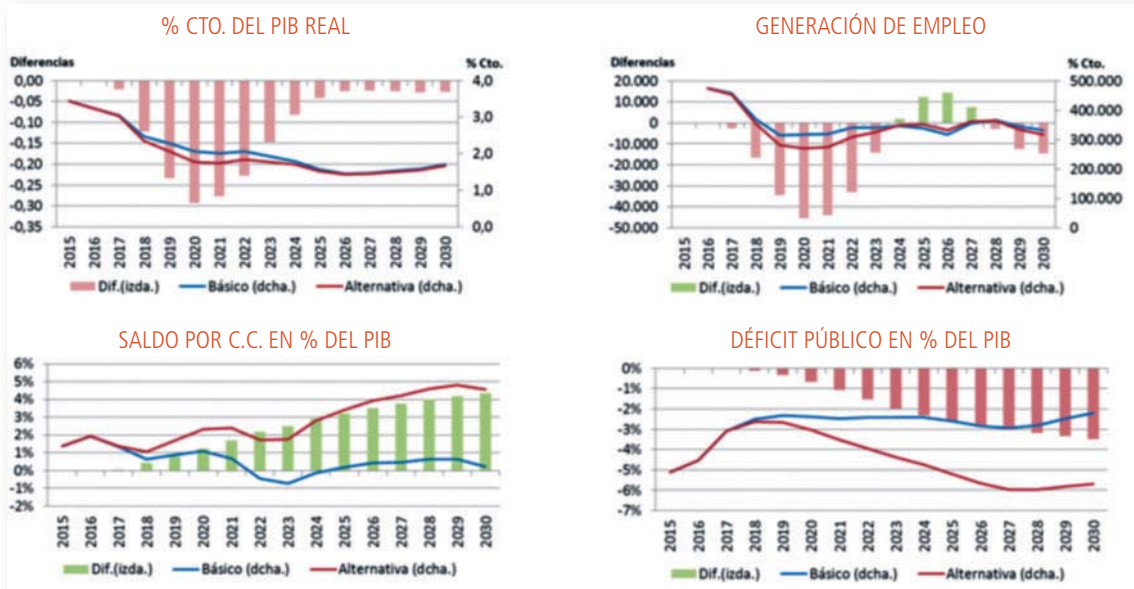
que España representa, aproximadamente, el 10,5% del PIB de la Eurozona, se asume que nuestra participación en esa expansión monetaria sería de unos 90.000 millones anuales, y sería aproximadamente esa cantidad la que terminara registrándose como diferencial de crédito al sector privado con respecto al escenario base.

Inicialmente, las restricciones crediticias provocarían una contención de la inversión que vería reducidas sus tasas de crecimiento real entre 1 y 2 puntos, con respecto al escenario básico, lo que terminaría provocando una reducción en los ritmos de crecimiento del PIB en la banda de 0,1 a 0,2 puntos.

Estos menores ritmos de inversión y crecimiento del PIB provocarían una reducción media de la generación de empleo de unos 15.000 puestos de trabajo anuales, lo que supondría una pérdida acumulada de unos 180.000 empleos, elevando la tasa de paro en torno al medio punto.

Los efectos más llamativos se registrarían en la posición financiera frente al exterior, aumentando significativamente nuestro superávit por cuenta corriente, mientras que el déficit público experimentaría un profundo deterioro como resultado de la elevación de los costes de la deuda.

EFFECTOS EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA DE UNA MENOR EXPANSIÓN MONETARIA



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2017.

RIESGOS DE RETARDO INNOVADOR

La innovación, especialmente en el entorno de una nueva economía digital, es una oportunidad, pero también un riesgo en múltiples facetas. Por ello parece necesario situar la posición comparativa de nuestro país en el mundo y particularmente dentro de la UE. Aunque toda medición es discutible, tanto por los elementos analizados, como por su ponderación relativa, cuantificar el nivel relativo de innovación es un ejercicio razonable para valorar la situación y establecer una estrategia de futuro.

Hace ya una década que un centro internacional de formación de directivos (INSEAD) y una institución centrada en la propiedad intelectual a escala mundial (*World Intellectual Property Organization*) publicaron su primer *Global Innovation Index* (GII). Incluye resultados para más de 120 países, utilizando 79 indicadores referidos a 7 áreas claves.

ÁREAS VALORADAS EN EL GLOBAL INNOVATION INDEX (GII)

1. Institucional (entorno político, regulatorio y de empresa).
2. Capital humano e investigación (educación e I+D).
3. Infraestructura (general, TIC y ecológica).
4. Sofisticación de mercado (crédito, inversión, mercados).
5. Sofisticación empresarial de la innovación y el conocimiento (trabajadores intensivos en conocimiento, redes innovación).
6. Producción de conocimiento y tecnología (creación, impacto y difusión).
7. Producción creativa (activos intangibles, creatividad de bienes, servicios y online).

Fuente: *Global Innovation Index* (GII) a partir de INSEAD y *World Intellectual Property Organization*.

De estos 120 países los más innovadores superan los 60 puntos. La mayoría de las economías desarrolladas o de los países emergentes líderes superan los 45 puntos. España se sitúa en el informe de 2017 en la posición 28 con una nota de 49 puntos.

ÁREAS VALORADAS EN EL GLOBAL INNOVATION INDEX (GII)

| LOS 10 PAÍSES MÁS INNOVADORES | | RANKING DE OTROS PAÍSES DE LA UE | | |
|-------------------------------|----------------|----------------------------------|---------------------|----|
| 1. | Suiza | 68 | 15. Francia | 54 |
| 2. | Suecia | 64 | 20. Austria | 53 |
| 3. | Holanda | 63 | 24. República Checa | 51 |
| 4. | Estados Unidos | 61 | 25. Estonia | 51 |
| 5. | Reino Unido | 61 | 27. Bélgica | 50 |
| 6. | Dinamarca | 59 | 28. España | 49 |
| 7. | Singapur | 59 | 29. Italia | 47 |
| 8. | Finlandia | 58 | 31. Portugal | 46 |
| 9. | Alemania | 58 | 38. Polonia | 42 |
| 10. | Irlanda | 58 | 44. Grecia | 39 |

Fuente: Elaboración propia a partir de *Global Innovation Index* (GII) a partir de INSEAD y *World Intellectual Property Organization*.

El análisis para España destaca los puntos más fuertes y débiles para nuestro país. En general, según este informe, destacamos por nuestras buenas infraestructuras, con alta participación y uso de las TIC. Nos retrasa

el esfuerzo y la gestión innovadora de las empresas, así como el entorno institucional, en particular el marco regulatorio.

ÁREAS E INDICADORES DE PRINCIPALES FORTALEZAS Y DEBILIDADES RELATIVAS DEL GII PARA ESPAÑA (POSICIÓN EN EL RANKING DE PAÍSES)

| FORTALEZAS | DEBILIDADES |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>ÁREAS:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Infraestructuras (10) - Sofisticación de mercados (18) <p>INDICADORES:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Proporción estudiantes en educación superior (4) - Funcionamiento medioambiental (6) - Participación digital (7) - Gasto en software informático (7) - Diseño industrial (10) - Servicios gubernamentales online (11) - Años de escolarización (11) | <p>ÁREAS:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sofisticación empresarial de la innovación y el conocimiento (37) - Institucional (32) <p>INDICADORES:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Esfuerzo inversor (74) - Coste de indemnización por despido (74) - Gasto en educación (71) - Facilidad de iniciar empresas (69) - Alianzas estratégicas de innovación (60) - Facilidad para obtención de créditos (55) - Estabilidad política (47) |

Fuente: *Global Innovation Index (GII)* a partir de INSEAD y *World Intellectual Property Organization*.

El diagnóstico sobre un cierto retraso relativo respecto a los países más innovadores a escala mundial o de la UE se repite si utilizamos otro índice elaborado por el INSEAD, *Global Talent Competitiveness Index (GTCI)*, referido a 118 países sobre su capacidad para promover y atraer talento.

Los 65 indicadores seleccionados para tratar de medir el "talento" de un país o ciudad se refieren a seis grandes componentes o pilares:

1. **Facilidades.** 16 indicadores sobre aspectos tales como eficiencia de los gobiernos, corrupción, *clusters*, infraestructuras TIC ...
2. **Atracción.** Tolerancia a minorías o inmigrantes, movilidad social, estudiantes internacionales, inversión extranjera directa ... (11 indicadores).
3. **Crecimiento.** Gasto en educación terciaria, *ranking* de universidades, redes sociales y profesionales, formación en empresas ... (12 indicadores).
4. **Retención.** Sistema de pensiones, impuestos, sanidad, entorno ambiental ... (7 indicadores).
5. **Capacitación técnica.** Disponibilidad de científicos e ingenieros, trabajadores con educación secundaria, productividad, facilidad de localización de trabajadores cualificados ... (8 indicadores).
6. **Conocimientos y habilidades generales.** Población con educación de tercer grado, profesionales, artículos científicos, exportaciones de alto valor, nuevos productos, ... (11 indicadores).

A partir de una valoración entre 0 y 100 puntos, para cada indicador se calcula una nota, que se agrega en los seis grandes componentes establecidos y un promedio para el índice total GTCI, lo que permite ordenar países de mayor a menor "talento competitivo". Como referencia de partida, los 118 países analizados en 2017 tienen una nota global entre 75 puntos (Suiza) y 27 (Madagascar). Según sus cálculos, a España le corresponde una nota de 54 y un puesto 35.

La calificación obtenida no sitúa a nuestro país en buen lugar. Entre los países europeos quedamos en el puesto 22, detrás de líderes como Suiza (1º en la escala mundial), Reino Unido (3º) o Suecia (5º). Pero también retrasados en el *ranking* general respecto, por ejemplo, a Alemania o Francia.

Si profundizamos en la nota total (54 puntos), disponemos de la información detallada para cada uno de los 65 indicadores seleccionados. La nota es elevada (más de 75 puntos sobre 100) en aspectos tales como tolerancia a la inmigración, calidad de las escuelas de negocios, empleo terciario, uso de redes sociales virtuales, sanidad (¡99,89 sobre 100!) o infraestructura TIC. Las calificaciones más bajas (menos de 30 puntos) se refieren a cuestiones como densidad de nuevos negocios, exportaciones de alta cualificación, gasto en educación terciaria o I+D, alumnos internacionales o facilidades de contratación.

En nuestra opinión un punto clave está en la reducción de la proporción de *capital intangible* de nuestro país, situación agravada por años de un esfuerzo inversor reducido como consecuencia de los efectos contractivos de la pasada crisis, especialmente acusados en España y otras economías del sur de Europa.

Entre los diversos enfoques para medir el *capital intangible* el más difundido es el de Corrado, Hulten y Sichel (CHS) que establece unas normas para cuantificar 11 componentes referidos a las inversiones acumuladas en información, I+D y gestión, inicialmente en las empresas, aunque se ha ido extendiendo al sector público. Las inversiones se deflactan y amortizan para obtener el capital intangible acumulado. Los cinco primeros componentes están ya considerados como inversión y no como gasto en las normas internacionales de Contabilidad Nacional (ESA 2010).

TIPOS DE ACTIVOS (CAPITAL) O GASTOS (INVERSIÓN) EN INTANGIBLES EN LAS EMPRESAS, CONSIDERADOS POR CORRADO, HULTEN Y SICHEL

Información Digitalizada

1. Software.
2. Bases de datos.

Propiedad científica y creativa

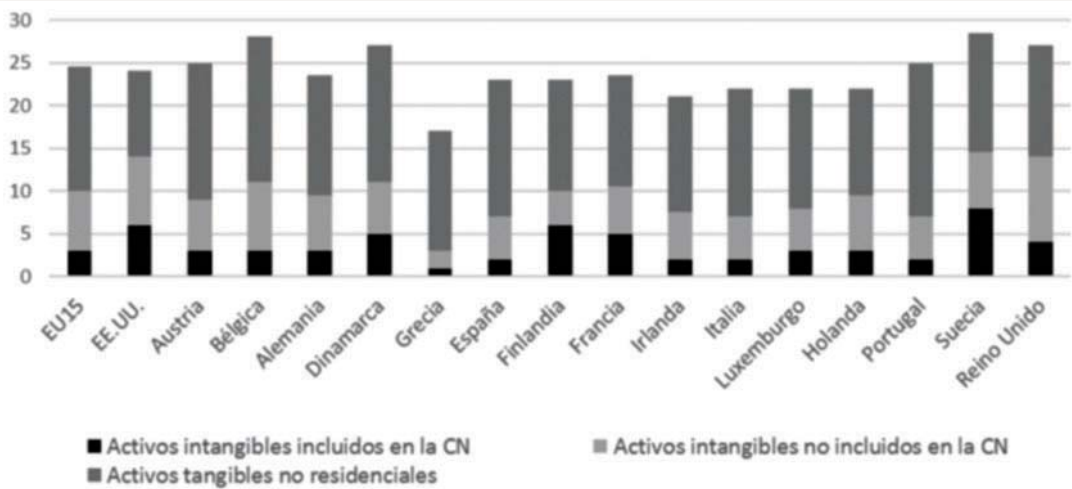
3. Costes de nuevos productos y procesos (habitualmente concretados en patentes o licencias).
4. Costes de exploración de nuevas reservas minerales.
5. Costes de licencias y activos creativos.
6. Nuevos productos desarrollados en activos financieros.
7. Nuevos diseños en ingeniería y arquitectura.

Competencias económicas

8. Valor de la marca (gastos asignables de publicidad).
9. Investigación de mercados.
10. Consultoría de gestión.
11. Estructura organizativa (costes de cambio y desarrollo organizativo).

Una comparativa sobre la inversión en todo tipo de activos (tangibles e intangibles) con datos de Eurostat (*European Commission, Unlocking investment in intangible assets*, mayo 2017) pone de manifiesto la reducida participación de la inversión en intangibles en España. En Estados Unidos la inversión media en intangibles durante dos décadas (1995-2013) se acerca al 15% del VAB del sector empresas. El promedio UE15 es del 10%. Solo España y Portugal se sitúan ligeramente por encima del 5% y Grecia en el 3%.

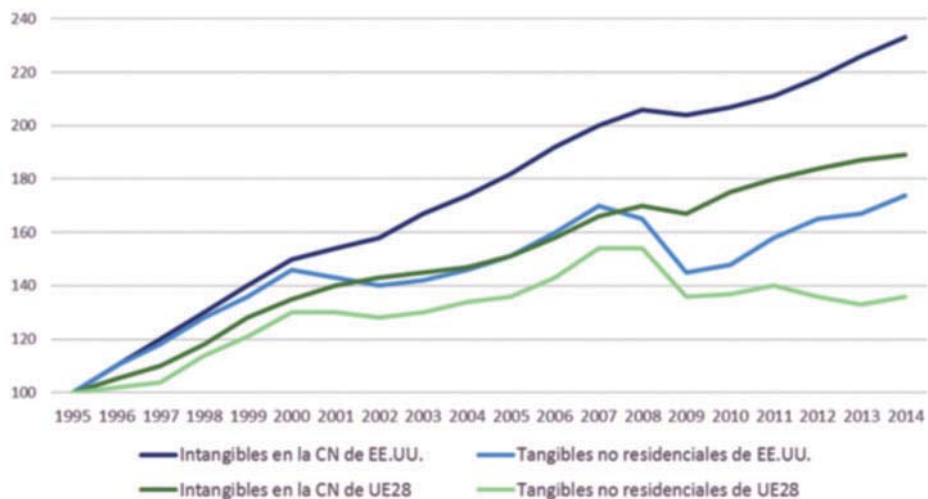
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL TANGIBLE E INTANGIBLE EN UE15 (% DEL VAB DEL SECTOR EMPRESAS)



Fuente: *European Commission. Unlocking Investment in Intangible Assets*. Mayo 2017

El riesgo de quedarse rezagado en la inversión en intangibles se eleva por su mayor dinamismo respecto a la inversión en activos tangibles. Desde 1995 la inversión en tangibles (índices de volumen encadenado) ha aumentado en un 20% para el conjunto de la UE28. En intangibles lo ha hecho del orden del 70%.

INVERSIONES NO RESIDENCIALES TANGIBLES E INTANGIBLES EN UE28 Y EE.UU. (ÍNDICES VOLUMEN ENCADENADO, 1995=100)

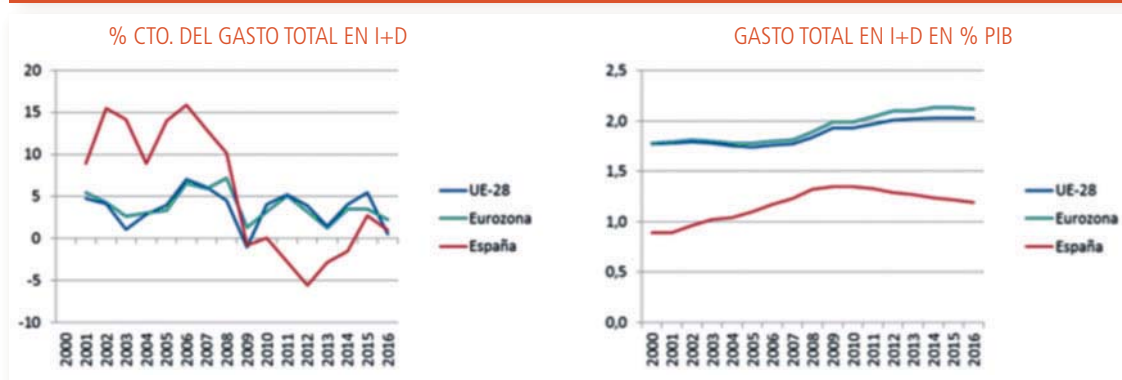


Fuente: *European Commission. Unlocking Investment in Intangible Assets*. Mayo 2017

La Comisión Europea reconoce (en el documento mencionado) que, como consecuencia de la crisis financiera, la UE en su conjunto ha experimentado bajos niveles de inversión y que su recuperación es aún frágil; "Sin duda Europa necesita inversiones en orden a retornar a una senda de crecimiento sostenible a largo plazo: la inversión es indispensable para estimular el progreso tecnológico e incrementar la productividad que son, a su vez, los principales factores de crecimiento a largo plazo y de la competitividad de las empresas y la economía en su conjunto... Hay un reconocimiento creciente de la importancia de la inversión en intangibles como factor vital de la productividad, el crecimiento y el nivel de vida".

En la misma línea, un reciente informe de COTEC pone de relieve la divergencia observada durante los últimos años entre la evolución del gasto total en I+D en España con respecto a la mayoría de los países europeos², y así, mientras que el conjunto de países integrados en la Unión Europea habría más que recuperado ya el nivel de gasto total previo a la crisis –con unos niveles totales en 2016 un 26% por encima de los registrados en 2008– en España aún seguiríamos manteniendo el pasado año 2016 un nivel de gasto un 9% inferior al ejecutado en 2008.

EVOLUCIÓN DEL GASTO TOTAL EN I+D



Fuente: EUROSTAT. Noviembre 2017.

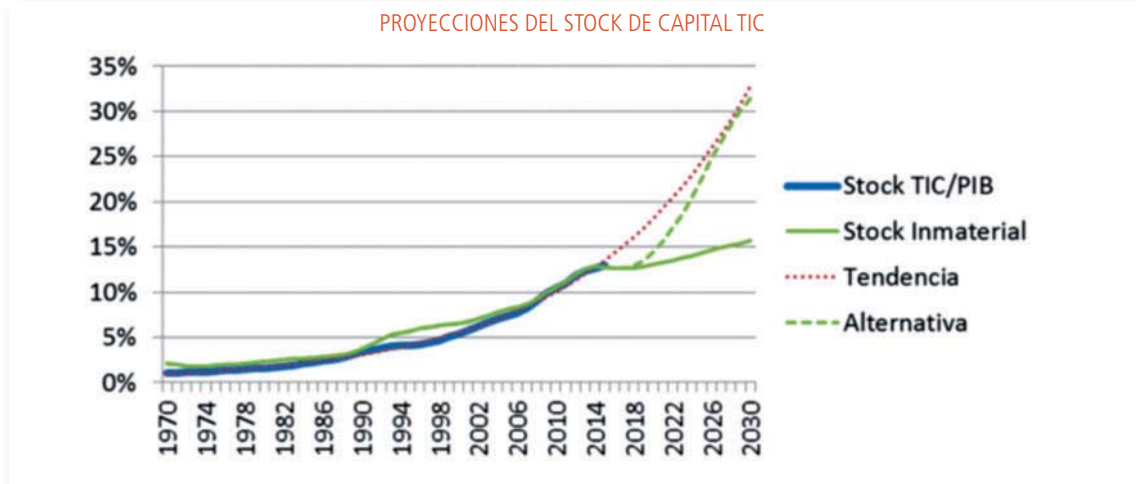
En términos relativos al volumen total de PIB, nuestra brecha relativa con respecto a los niveles medios europeos se habría incrementado hasta el 0,8% del PIB en 2016; mientras que la distancia que nos separa de los líderes europeos (Suecia) se elevaría por encima del 2% del PIB.

Desde CEPREDE se ha llegado a un diagnóstico similar analizando la evolución experimentada por el stock de capital en intangibles en porcentaje del PIB que, durante los años del ajuste fiscal, habría abandonado la tendencia histórica y habría iniciado una senda de expansión mucho más moderada que se prolongaría durante los próximos años considerando el escenario básico de predicción (*Business as Usual*).

Frente a este escenario central se ha planteado una situación alternativa de aceleración de la inversión en intangibles que nos devolviera progresivamente a la tendencia histórica y que supondría alcanzar niveles cercanos al 30% del stock de capital en porcentaje del PIB frente al 15% que se obtendría en el escenario básico.

2. Informe COTEC 2017. Fundación Cotec para la Innovación

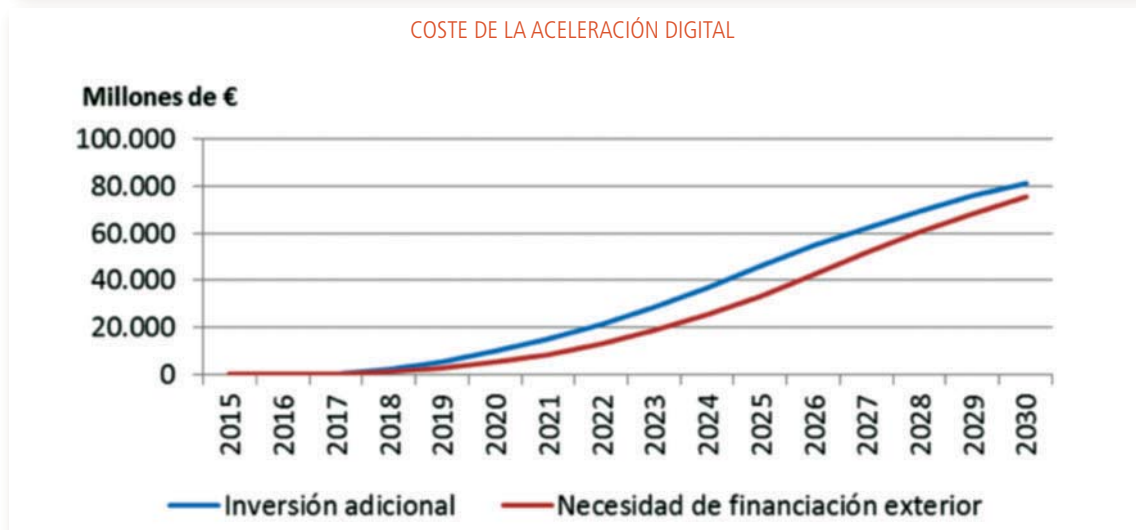
PROYECCIONES DEL STOCK DE CAPITAL INTANGIBLE EN PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2017.

De acuerdo con los cálculos realizados en el escenario alternativo diseñado, alcanzar un 30% de stock de capital TIC en porcentaje del PIB en el año 2030 tendría un coste adicional creciente de unos 40.000 millones de € medios anuales y que, en su mayor parte, deberían ser financiados con fondos exteriores, por lo que nuestra posición financiera frente al exterior se vería sensiblemente alterada con respecto al escenario básico.

NECESIDADES DE INVERSIÓN ADICIONAL PARA ACELERAR EL STOCK DE INTANGIBLES

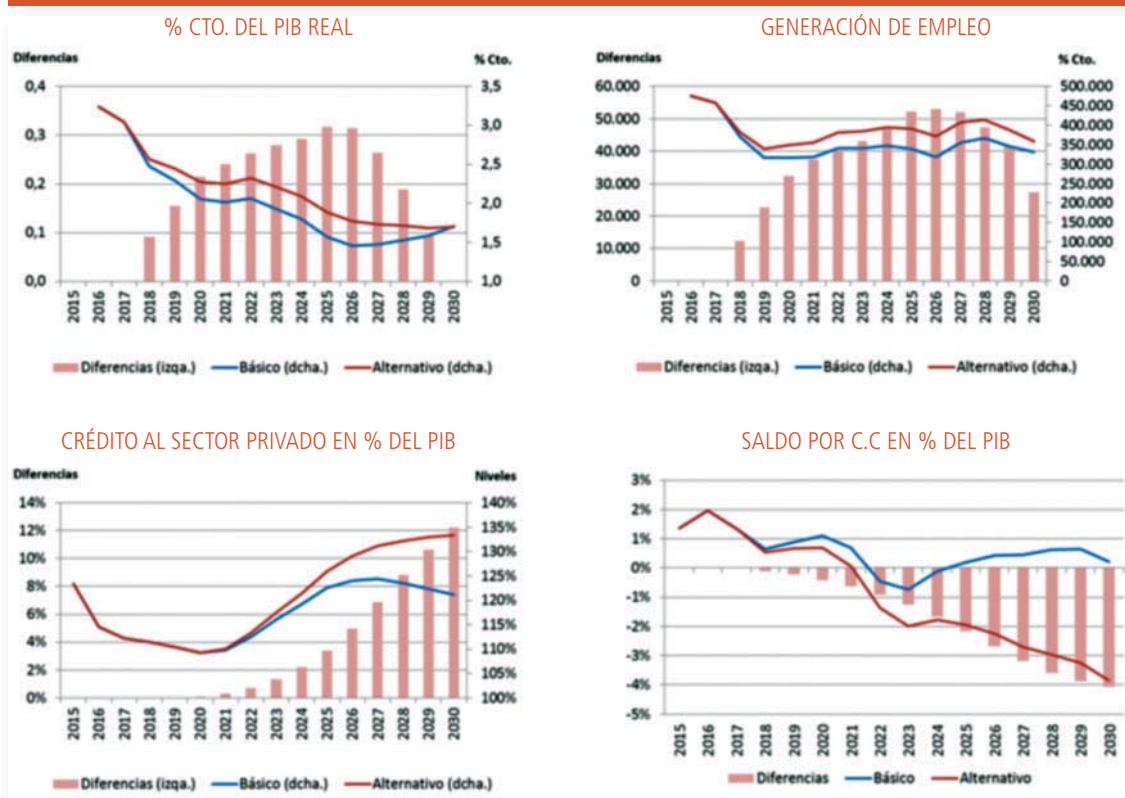


Fuente: CEPREDE. Noviembre 2017.

En términos relativos, las tasas de crecimiento de la inversión real en activos inmateriales debería aumentar entre un 6% y un 8% con respecto al escenario básico, generando un aumento de las tasas de crecimiento

del PIB real de entre dos y tres décimas de punto por año y que supondrían entre 40 y 50 mil nuevos puestos de trabajo por año.

EFFECTOS DE LA ACELERACIÓN DE LA INVERSIÓN EN INTANGIBLES



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2017.

Tal como comentábamos, la financiación de esta inversión adicional requería de un incremento del volumen de crédito al sector privado cercano al 1% anual, teniendo que acudir a los mercados internacionales para obtener esa financiación adicional, lo que se reflejaría en un deterioro progresivo de nuestro saldo por cuenta corriente.

RIESGOS DE REORDENACIÓN TERRITORIAL

A) RIESGO E IMPACTO OBSERVADO

Las tensiones rupturistas de Cataluña implican unos impactos económicos múltiples, algunos ya observados y otros que han sido efecto de revisión de predicciones a corto plazo. A medio y largo plazo es difícil una valoración ante una evolución incierta que puede afectar a la reordenación territorial y a la reforma de la Constitución española.

Por supuesto, el mejor laboratorio para medir impactos es el de la realidad de lo ya observado. Sin embargo, en esta ocasión se juntan dos perturbaciones en el análisis: el corto periodo de referencia (principalmente, octubre) y la coincidencia temporal de posibles causas de desaceleración económica.

De hecho, si analizamos la evolución de los principales indicadores de actividad habitualmente utilizados para el seguimiento de la coyuntura económica regional, no parecen detectarse aún cambios significativos en el comportamiento de Cataluña con respecto al resto del territorio nacional y, como mucho, se aprecia una cierta contención de los diferenciales positivos que venía manteniendo esta región en la dinámica relativa de algunos indicadores.

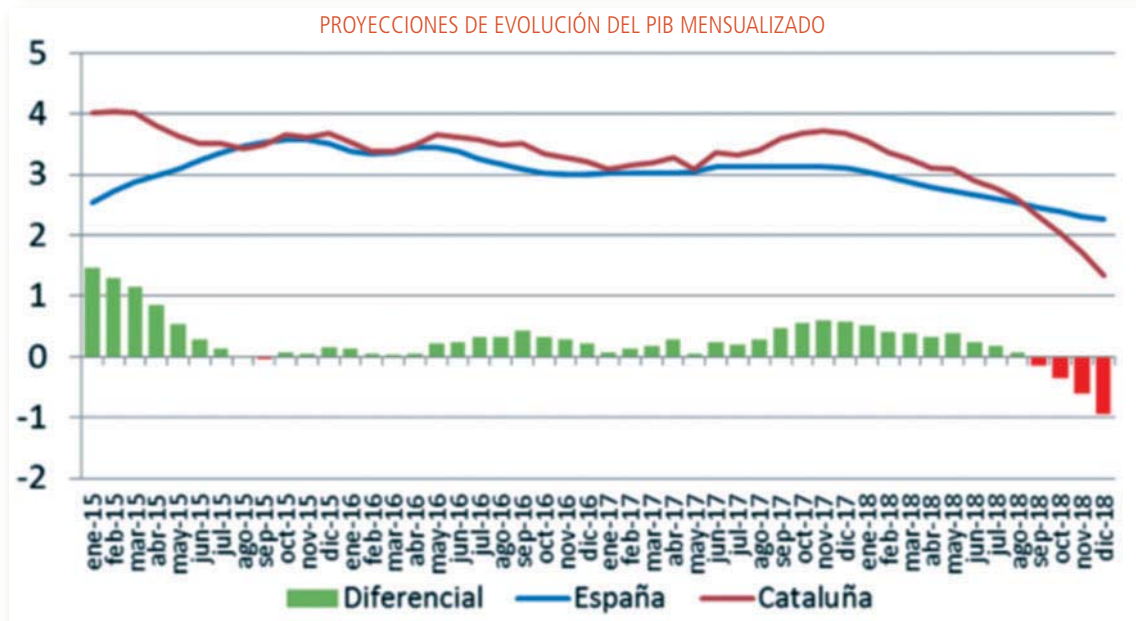
Así, por ejemplo, las tasas de crecimiento de la afiliación a la seguridad social o el número de empresas cotizantes se situaban casi medio punto por encima de la media nacional en los nueve primeros meses del año, mientras que en octubre habrían mostrado tasas ligeramente inferiores a la media nacional.

En el mismo sentido, las pernoctaciones hoteleras –que habrían crecido un punto y medio más que la media nacional entre enero y septiembre– habrían mostrado una caída en el mes de octubre de 2,7 puntos, mientras que en el conjunto nacional habrían seguido creciendo algo más de un punto.

De cara al futuro, y de mantenerse las tendencias actuales, sí que podría registrarse una cierta desaceleración relativa de la economía catalana respecto al total nacional; si bien, esta es una tendencia que se venía registrando desde hace varios meses.

En efecto, nuestro modelo de alta frecuencia para revisión permanente del PIB (tanto de España como de Cataluña y otras regiones), que utiliza 30 indicadores mensuales referidos a actividad general (con-

EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB MENSUAL

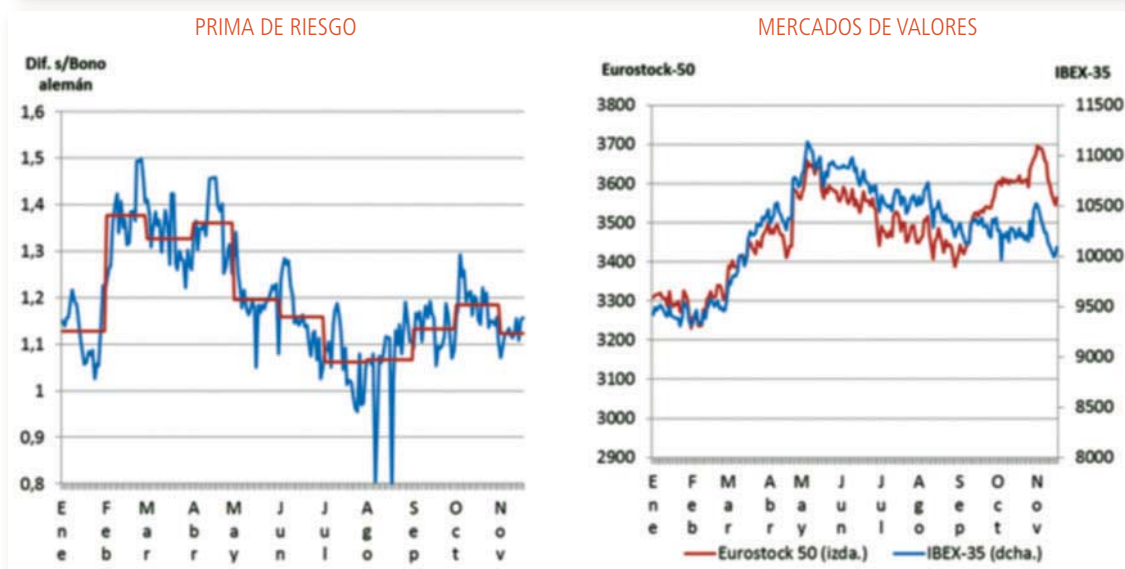


Fuente: CEPREDE. Noviembre 2017.

sumo de energía eléctrica, paro...), consumo (ventas, matriculación turismos...), inversión (equipo, construcción...), sector exterior, sector público (déficit de caja, ingresos y gastos no financieros), oferta (IPI, índices de clima y confianza empresarial...), adelanta una progresiva desaparición del diferencial de crecimiento catalán respecto a la media nacional durante los próximos meses; si bien, desgraciadamente la información real disponible presenta un retraso de más de un mes en la mayoría de los indicadores utilizados.

Al margen de los indicadores de actividad real, los mercados financieros sí que parecen haber registrado un cierto efecto del desarrollo reciente del proceso soberanista, y así, tras el verano, se ha registrado un ligero aumento de la prima de riesgo, matizado en los datos más recientes, y una mayor contención en los mercado de valores españoles con respecto a la media europea.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS FINANCIEROS



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2017.

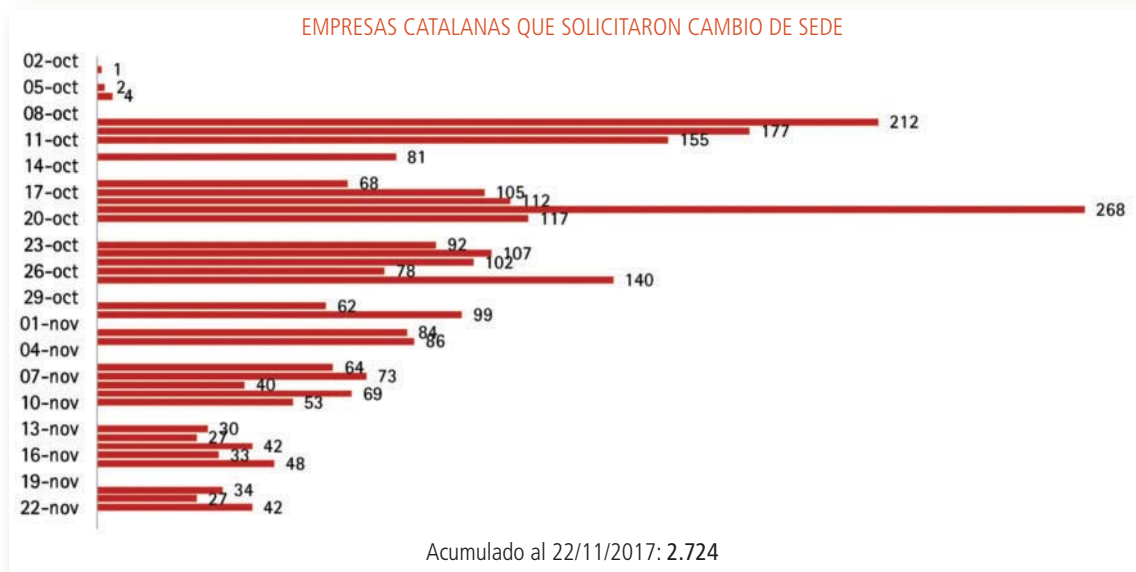
A título orientativo, si calculamos cuál habría sido la cotización del IBEX-35 si se hubiera mantenido su relación con el EUROSTOCK 50, tal como venía sucediendo desde principios del año, y la comparamos con los niveles realmente alcanzados, se obtienen unas desviaciones a la baja de unos 485 puntos entre los meses de septiembre y octubre.

Si tenemos en cuenta que la capitalización media de todas la empresas integradas en el IBEX-35 asciende a unos 631.000 millones de €, la pérdida relativa de esos casi 500 puntos podría suponer unos 27.600 millones de €.

Otro de los efectos que más se ha comentado durante las últimas semanas ha sido el proceso de cambios de sedes sociales abordado por diversas empresas ante la posible evolución de los acontecimientos.

Tal como se recoge en un reciente informe elaborado por la patronal catalana Foment del Treball Nacional³, y utilizando datos del registro mercantil, “a partir de los primeros días del mes de octubre y especialmente a mediados de mes se produce una estampida de movilizaciones y anuncios de decisiones de cambios de sedes sociales y fiscales de gran parte de las principales y mayores empresas radicadas en Cataluña, llegando a su máximo diario el 19 de octubre con la salida de 268 empresas”.

EVOLUCIÓN DIARIA DE LAS EMPRESAS REGISTRADAS EN CATALUÑA



Fuente: Foment del Treball Nacional. Datos del Registro Mercantil. Noviembre 2017.

Atendiendo a los registros del Directorio Central de Empresas del INE, en Cataluña existían a 1 de Enero de 2017 unas 608.981 empresas, de las cuales unas 258.000 son empresas con asalariados y, de éstas, unas 28.000 podrían considerarse con una cierta entidad (más de 10 empleados o más de un millón de facturación).

Cuantitativamente, las 2.724 empresas que han trasladado su sede social de Cataluña a otras regiones, entre el 2 de octubre y el 22 de noviembre –según datos del Colegio de Registradores–, apenas supondrían el 0,7% del total de empresas catalanas con asalariados; si bien es cierto que varias de las empresas que han anunciado su traslado se sitúan entre de las de mayor facturación.

A modo de ejemplo, 62 de las grandes empresas que han anunciado su traslado supondrían, únicamente, en torno al 0,2% de las 28.000 empresas con facturación superior a un millón de euros; si bien estas empresas acumulan una facturación superior al 8,6% del total de estas 28.000 empresas más relevantes, superando, conjuntamente, los 27.700 millones de € y dando empleo a más de 83.600 personas.

En este sentido, los movimientos observados hasta el momento, aun siendo significativos, no son especialmente relevantes en términos cuantitativos si los comparamos con el tejido empresarial catalán total.

3. Nota de Economía. *Incidencia del escenario político en la actividad económica y empresarial*. 27 de Noviembre de 2017.

En cualquier caso, la propia patronal catalana señala la importancia cualitativa de estos movimientos: “En este sentido, tenemos un movimiento de empresas desde el 1 de octubre sin precedentes, y ya no tanto por su número que resulta a todas luces relevante, sino por las características de éstas, que en mayor medida obedecen a empresas grandes y medianas, con amplia incidencia en la economía catalana y española, que durante muchos años han tenido (o inicialmente esta ha sido su CCAA en donde tenían su sede social) su sede social y que representan en buena parte la capacidad de la potencia económica que ha tenido Barcelona y Cataluña en su poderío económico. Por todo ello, no cabe menospreciar la importancia relativa que dichos cambios de domicilio tienen, y de forma especial en la imagen reputacional de Cataluña, que se ha venido caracterizando por su firme economía toda vez que no era la capital del Estado”.

Los motivos de estos desplazamientos de empresas pueden ser varios, desde el temor a que se produzca una secesión efectiva que deje a las empresas fuera del marco de la Unión Europea, efecto especialmente relevante en todas las entidades financieras y de seguros, hasta el posible efecto de “estigma” que puede provocarse, tanto en la forma en que son percibidas las empresas catalanas en el resto del Estado como a la forma en que son percibidas las empresas que cambian su sede por parte de los residentes en Cataluña.

Adicionalmente, existe también un cierto efecto de “inseguridad jurídica” donde otros agentes pueden ser reacios a contratar con empresas que carecen de un marco normativo claro. Este mismo efecto se puede reflejar en las inversiones de las propias empresas afectadas o en retiradas de depósitos de entidades financieras, fondos de pensiones, fondos de inversión, cancelación de pedidos, etc.

Obviamente, la prolongación del periodo de incertidumbre, o el agravamiento de la situación, podría inducir un movimiento mucho más elevado que el registrado hasta el momento.

Esta elevación de la incertidumbre, ya constatada en los últimos datos, es uno de los elementos que en mayor medida podría terminar generando efectos económicos adversos durante los próximos trimestres.

Según nuestros cálculos, el indicador de incertidumbre ha pasado de un mínimo de 12 puntos en septiembre a 27 en octubre. No debe extrañar que el **sentimiento de incertidumbre** (especialmente volátil) aumente más del doble por circunstancias excepcionales como las que se producen con la “DUI” y la aplicación del artículo 155.

En particular, los medios de comunicación y los mercados financieros responden de manera inmediata a los acontecimientos que alteran el normal funcionamiento de las relaciones políticas, sociales y económicas. Y aún queda un amplio recorrido al alza si la situación se mantiene.

FASES DE INCERTIDUMBRE

| | |
|----------------------|-------------|
| ELEVADA (de 63 a 83) | 2008 - 2013 |
| NORMAL (de 33 a 60) | 2007 y 2014 |
| BAJA (de 16 a 30) | 2015 - 2017 |

Recordemos que estamos en los límites de una incertidumbre que solo puede calificarse a la baja o normal en términos de la historia reciente de nuestra economía y que ha llegado a superar los 60 puntos en fases de incertidumbre elevada.

B) RIESGOS E IMPACTOS PREVISTOS A CORTO PLAZO

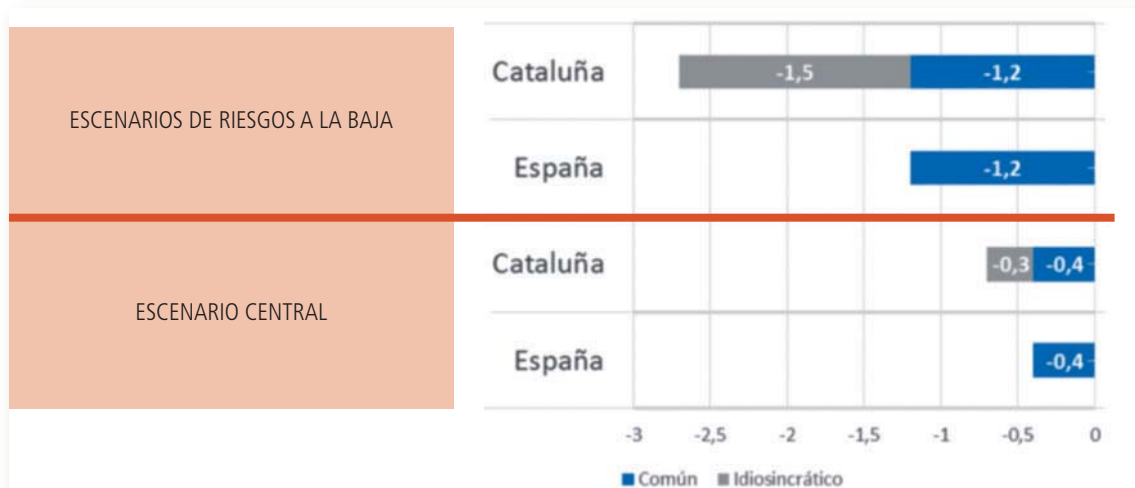
La Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) ha realizado una valoración de efectos económicos en dos escenarios sobre evolución de la incertidumbre. El **escenario central** supone que el *shock* político e institucional en Cataluña tendrá una resolución a corto plazo (y que las CCAA percibirán los recursos anunciados en el sistema de financiación, SFA). El **escenario alternativo de normalización progresiva** en el tiempo de la inestabilidad política e institucional, daría lugar a impactos negativos crecientes, en función de la mayor permanencia del *shock* durante 2018.

La valoración se realiza a partir de un indicador de incertidumbre de Baker, Bloom y Davis que tiene una escala diferente (0 a 350). Por lo indicado en el informe de previsiones macro del Proyecto de Plan Presupuestario 2018 (pág. 26) deducimos que en el escenario de resolución a corto plazo la perturbación (hasta 140 puntos) se elimina en cuatro meses y en uno de prolongación en el tiempo baja hasta 80 en ese periodo y se mantiene a este nivel durante todo un año.

Definida la cuantía del *shock*, el siguiente paso consiste en *“seleccionar las variables económicas que pueden estar relacionadas con la narrativa de eventos de incertidumbre, teniendo en cuenta los diversos canales de transmisión. Por el lado del consumo, la percepción de riesgos se asocia a un aumento en el ahorro precautorio y a un retraso en las decisiones de consumo de bienes duraderos. Por lo que se refiere a la inversión, la evidencia muestra que tienden a posponerse nuevos proyectos en tanto no se despeja la incertidumbre, lo que conduce a contracciones en la formación bruta de capital. En el plano financiero, la incertidumbre se relaciona con un aumento de los tipos de interés, con el racionamiento del crédito y con caídas en los índices de bolsa”*.

AIReF calcula un primer impacto para el conjunto de la economía española y uno específico de pérdida de confianza idiosincrática sobre la economía catalana, a añadir en su caso. En el escenario central, su impacto supondría casi medio punto de menor crecimiento para la economía española en 2018 y algo

IMPACTO DIFERENCIAL SOBRE EL CRECIMIENTO EN 2018

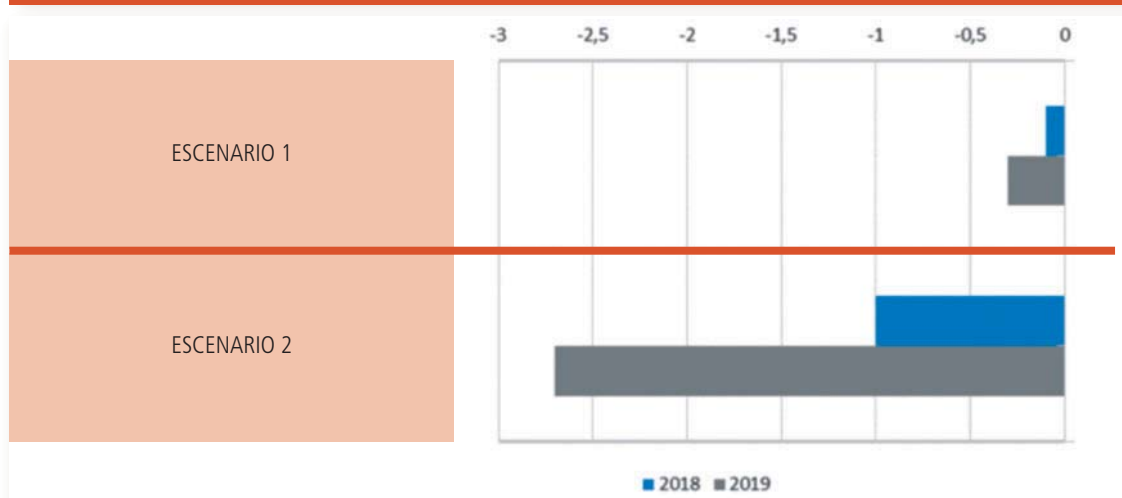


Fuente: Informe sobre las líneas fundamentales de presupuestos de 2018 de la Comunidad Autónoma de Cataluña. AIReF. Noviembre 2017.

más de un punto en el escenario alternativo. Dada la predicción básica del gobierno para 2018, de 2,3% de crecimiento del PIB (actualmente en revisión); este se reduciría a 1,9% (central) o 1,1% (alternativo). Para Cataluña el impacto se estima que supondría reducir su crecimiento inicialmente estimado en un 0,7% (central) y hasta 2,7% (alternativo), entrando ya en una posible recesión.

Las estimaciones de impacto realizadas por el Banco de España (*Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre 2017) se amplían a 2018-19 y parten de dos escenarios alternativos. El escenario base supone una incertidumbre mantenida en el nivel del tercer trimestre de 2017, es decir, sin considerar ningún impacto de la tensión catalana. En el escenario alternativo 1 el nivel de incertidumbre aumenta de manera transitoria durante el cuarto trimestre de 2017 y retorna al nivel previo en el primer trimestre de 2018. En el escenario 2 se supone un mayor aumento de incertidumbre en el cuarto trimestre de 2017 y una reducción lineal hasta 2019.

EFFECTOS ACUMULADOS EN EL PIB REAL DE LOS ESCENARIOS HIPOTÉTICOS DE AUMENTO DE LA INCERTIDUMBRE



Fuente: Banco de España. *Informe de Estabilidad Financiera*. Noviembre 2017.

El Banco de España tiene su propio indicador sintético de incertidumbre calculado como diferencias respecto a la media en los últimos 20 años, en número de desviaciones estándar y aplicada a tres componentes: mercados financieros, desacuerdo entre agentes económicos y política económica/situación política. En el escenario 1, el cambio de incertidumbre inicial que se simula es relativamente elevado (solo un 10% de las variaciones históricas son superiores). En el 2, el cambio inicial equivale al registrado en el período histórico de subida más intensa.

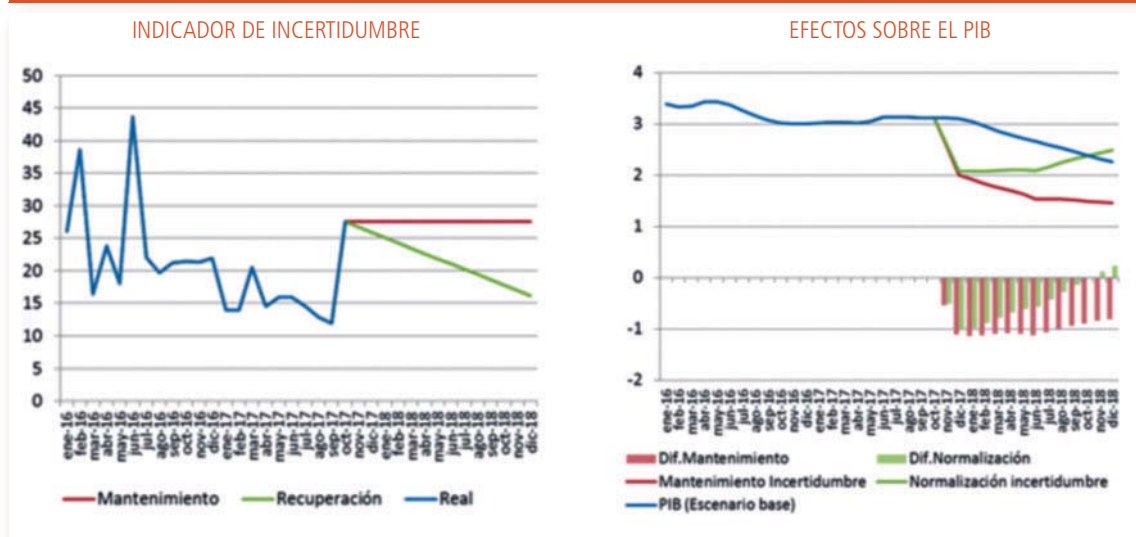
El impacto que se estima sobre el crecimiento de la economía española (acumulado en el tiempo) es de -0,1 pp en 2018 y de -0,3 pp en 2019 (incluyendo el 0,1 del año anterior) para el escenario de transición corta, y de -1,0 y -2,7 (insistimos: acumulado), respectivamente, en el escenario de reducción progresiva de la incertidumbre hasta 2019.

Utilizando las propias estimaciones mensuales de CEPREDE de crecimiento del PIB, junto con el indicador de incertidumbre anteriormente mencionado, hemos tratado, también, de cuantificar el efecto de una elevación de los niveles de incertidumbre sobre las tasas de crecimiento del PIB real.

Mediante una estimación logarítmica, se ha estimado una elasticidad media del PIB frente a una media móvil de tres términos del indicador de incertidumbre en torno al $-0,1$; lo que supone que por cada punto de elevación de los niveles de incertidumbre, sostenido durante tres meses, la tasa de crecimiento del PIB real podría verse reducida en una décima de punto.

Aplicando de forma directa esta elasticidad a la tendencia estimada de evolución del PIB mensual para los próximos periodos, se podría adelantar que –de consolidarse los elevados niveles de incertidumbre alcanzados en octubre– el crecimiento del PIB podría situarse casi un punto por debajo de nuestro escenario básico; mientras que una alternativa de progresiva moderación de esa incertidumbre hasta los niveles medios del año 2017, iría amortiguando el efecto hasta alcanzar un promedio ligeramente inferior al medio punto.

EVOLUCIÓN DE LA INCERTIDUMBRE Y EFECTOS SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2017.

Como puede comprobarse en la tabla resumen de la página siguiente, los efectos finales en el crecimiento económico a corto plazo se situarían en un rango que oscila entre algo menos de medio punto y un punto de menor crecimiento del PIB para el próximo año 2018.

Si cualquier ejercicio de predicción económica tiene sus limitaciones, en este caso debe advertirse de que estas son especialmente elevadas. En primer lugar no se trata de realidades, sino de sentimientos y manifestaciones políticas cambiantes día a día. Por ello, la incertidumbre percibida por los agentes económicos (siempre volátil) puede alterarse según fluyen nuevas noticias, declaraciones políticas y movimientos sociales más o menos radicales.

ESTIMACIÓN DE CONSENSO (PROMEDIO) DEL IMPACTO A CORTO PLAZO SOBRE EL CRECIMIENTO ECONÓMICO POR LA INCERTIDUMBRE DE LA SITUACIÓN DE CATALUÑA

| | PIB ESPAÑA | | PIB CATALUÑA | |
|---------------------|------------|-----------|--------------|------|
| | 2018 | 2019 | 2018 | 2019 |
| Gobierno | -0,3 | | | |
| Cámara de Barcelona | | | -0,2 | |
| AIReF | -0,4/-1,2 | | -0,7/-2,7 | |
| Banco de España | -0,1/-1,0 | -0,3/-2,7 | | |
| BBVA Research | -0,1/-1,1 | | | |
| CEPREDE | -0,4/-1,2 | | | |

Fuente: Plan presupuestario Gobierno de España (Oct-17). Cámara de Barcelona (Oct-17). AIReF, *Informe sobre líneas fundamentales de los Presupuestos para 2018 de Cataluña* (Nov-17). Banco de España, *Informe Estabilidad Financiera* (Nov-17). BBVA Research, *Situación España 4T 2017* (Nov-17). CEPREDE (Nov-17).

Pero, además, la cadena de efectos de la incertidumbre percibida por los tomadores de decisiones es compleja, difusa y autoalimentada. Afecta a instituciones de dentro y fuera de España en temas tan diversos como el consumo, la inversión, las transacciones internacionales, los mercados financieros. Sus efectos son en parte inmediatos y en parte repercutibles en periodos temporales más o menos amplios.

La realidad es que las predicciones numéricas disponibles son imprecisas y solo pueden interpretarse como ejercicios, permanentemente revisables, de ayuda a la reflexión colectiva.

C) RIESGOS E IMPACTOS PREVISTOS A MEDIO PLAZO

El debate sobre las posibles consecuencias de una independencia efectiva de Cataluña parece estar fuera de la realidad.

Es un "cisne negro" de mínima probabilidad de ocurrencia, aunque de elevado impacto para todas las partes implicadas: UE, España, Cataluña y otras Comunidades Autónomas. Discutir sobre sus costes y beneficios para cada parte implicada es un interesante ejercicio de simulación con antecedentes en casos ya muy estudiados como el Brexit.

Como primera aproximación podemos analizar el tamaño actual de la economía catalana con respecto al conjunto de la economía nacional y en el contexto de la Unión Europea.

LA ECONOMÍA CATALANA EN CIFRAS

| | CATALUÑA | % ESPAÑA | ESPAÑA |
|---------------------------------------|-----------|----------|------------|
| Población | 7.441.176 | 16% | 46.528.966 |
| PIB (2016 Mill. €) | 211.915 | 19% | 1.113.851 |
| Renta per cápita (€ 2016) | 28.590 | 119% | 23.970 |
| Tasa de paro (2017-III) | 13% | | 16,4% |
| Tasas de actividad (2017-III) | 61,9% | | 58,9% |
| Exportaciones (Mill.€ 2016) | 65.142 | 26% | 254.530 |
| Importaciones (Mill.€ 2016) | 77.825 | 28% | 273.284 |
| Inv. Extranjera Directa (Mill.€ 2016) | 5.132 | 21% | 24.790 |

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2017.

A modo comparativo, la economía catalana tiene una población similar a la de Bulgaria o Suiza, aunque genera un PIB equivalente al de Finlandia o Dinamarca. Su renta per cápita se sitúa entre la italiana y la media de la UE-28, y tiene una actividad exportadora similar a la de Eslovaquia o Rumanía.

Los canales más revisados corresponden al comercio exterior de bienes y servicios, pero el análisis se amplía si consideramos impactos sobre difusión de innovaciones, productividad o inversión extranjera. Los resultados parecen indicar que los efectos tienen una suma final negativa para ambas partes, pero son mayores para quien se "desgaja" de una economía más extensa.

En el caso de Reino Unido, casi la mitad de sus exportaciones van a la UE y representa más del 10% de su PIB, mientras que la UE solo exporta al Reino Unido el 3% de su PIB.

La situación en Cataluña muestra que casi el 40% de sus exportaciones son con el resto de España y representan un 17% de su PIB, mientras que lo que importa del resto de España representa sólo el 10% de su PIB.

Como resultado de estos flujos, Cataluña presenta un saldo comercial positivo frente al resto del territorio nacional equivalente al 8% de su PIB, mientras que frente al resto del mundo presenta una situación deficitaria cercana al -6% del PIB, por lo que globalmente mantiene un superávit comercial del orden del 2%.

Combinando los datos procedentes de la Dirección General de Aduanas con los obtenidos en el seno del proyecto C-Intereg promovido por CEPREDE, podemos identificar los principales flujos de exportación e importación de mercancías en Cataluña y que se recogen en la tabla que se presenta a continuación.

PRINCIPALES FLUJOS DE MERCANCÍAS DE LA ECONOMÍA CATALANA · MILLONES DE €

| EXPORTACIONES DE CATALUÑA | | IMPORTACIONES DE CATALUÑA | |
|---------------------------|--------|---------------------------|--------|
| Cataluña (Intra-regional) | 31.402 | Cataluña (Intra-regional) | 31.402 |
| Francia | 10.460 | Alemania | 14.567 |
| Aragón | 9.709 | China | 7.445 |
| Alemania | 7.736 | Francia | 7.272 |
| Italia | 5.932 | Italia | 6.337 |
| Com.Valenciana | 5.010 | Andalucía | 4.253 |
| Portugal | 4.366 | Aragón | 3.623 |
| Madrid | 4.051 | Com.Valenciana | 3.403 |
| Reino Unido | 3.910 | Países Bajos | 3.069 |
| Andalucía | 3.372 | Estados Unidos | 2.665 |
| Castilla-La Mancha | 2.826 | Reino Unido | 2.490 |
| País Vasco | 2.662 | Bélgica | 2.219 |
| Suiza | 2.163 | Suiza | 1.918 |
| Estados Unidos | 2.157 | Japón | 1.874 |
| Castilla y León | 2.041 | País Vasco | 1.753 |
| Baleares | 1.966 | Portugal | 1.685 |
| Países Bajos | 1.921 | Marruecos | 1.549 |
| Bélgica | 1.644 | Polonia | 1.387 |
| Cantabria | 1.400 | Castilla y León | 1.353 |

Fuente: C-Intereg. CEPREDE. Noviembre 2017.

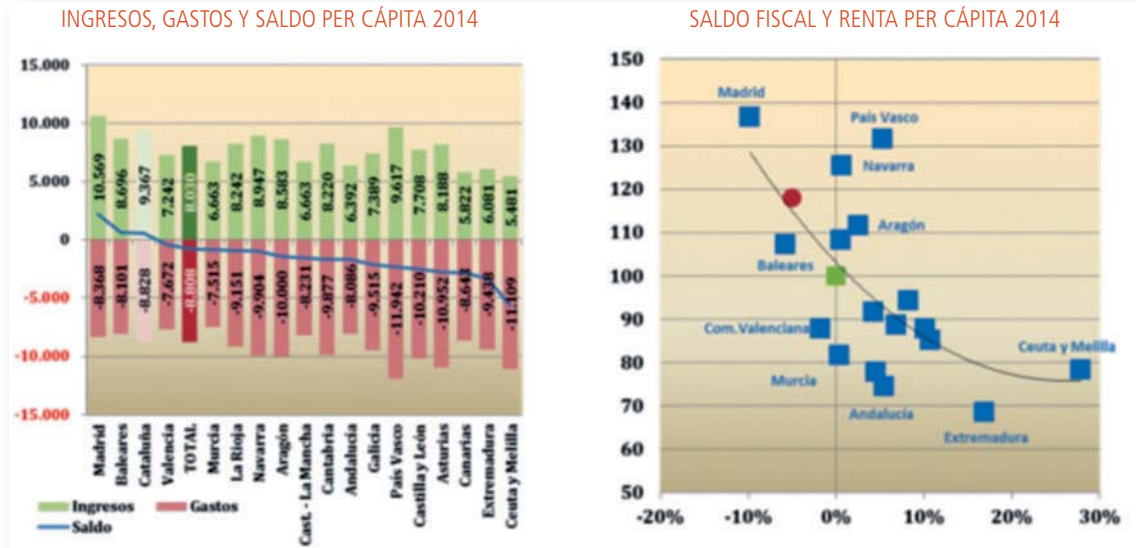
En una primera aproximación podemos constatar que Cataluña se abastece, fundamentalmente, de proveedores internacionales, mientras que sus ventas son relativamente superiores dentro del propio territorio nacional.

Con los últimos datos disponibles para el año 2014 sobre las balanzas fiscales, Cataluña presentaría un déficit por habitante de unos 539 € por habitante, ligeramente menor que el saldo de Baleares y aproximadamente una cuarta parte del registrado en Madrid.

Una vez elevado a los totales de población y neutralizado por el déficit general de las AA.PP. este desequilibrio supondría un montante total de algo menos de 10.000 millones de €, que suponen en torno al 5% del PIB regional.

Si comparamos los saldos relativos con los índices de renta per cápita, podemos comprobar fácilmente que Cataluña presentaría un déficit relativo acorde con sus niveles de renta, tal como se ilustra en el gráfico de la página siguiente.

BALANZAS FISCALES EN 2014



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2017. Datos del Informe sobre la dimensión territorial de la actuación de las Administraciones Públicas, 2014. Ministerio de Hacienda y Función Pública. Julio de 2017.

Partiendo de estos niveles iniciales, y con el fin de analizar los posibles efectos de un cambio en los flujos de financiación autonómica, se han estimado los nuevos saldos que se obtendrían si Cataluña accediese a un sistema de financiación similar al de las comunidades forales.

Como hipótesis de partida se ha considerado que Cataluña pasaría de una posición deficitaria del orden del -5% de su PIB, a una situación superavitaria similar a la que mantiene el País Vasco y que se aproximaría al 5% del PIB.

Por su parte, el resto de comunidades deberían compensar ese nuevo saldo, reduciendo los superávits actuales en aquellas regiones con saldos positivos y aumentando los déficits de las regiones con mayores niveles de renta.

A partir de estos cambios en los saldos fiscales, y utilizando las Tablas *Input-Output* interregionales que recogen los efectos cruzados entre la demanda y la producción de las diferentes comunidades autónomas, se ha estimado el efecto de redistribución adicional indirecta que se produciría ante los cambios de renta provocados por este escenario de reajuste de las balanzas fiscales, asumiendo que dichos cambios de renta se trasladasen de forma directa al consumo privado.

De esta forma se pueden analizar todos los efectos de redistribución indirecta que se generarían a partir de las modificaciones generadas en los flujos de adquisición de bienes y servicios de unas regiones a otras como resultado de los cambios en los niveles de consumo de cada una de ellas.

Como puede contrastarse en la tabla siguiente, mientras que los flujos de redistribución directa serían positivos para Cataluña y negativos para el resto, los efectos de redistribución indirecta serían negativos para Cataluña como resultado de las pérdidas de mercado en el resto del territorio nacional, mientras

que en el resto de comunidades dichos efectos de redistribución indirecta serían, mayoritariamente, positivos al aumentar sus ventas a los consumidores catalanes.

EFECTOS DE DIFERENTES ESCENARIOS DE REDISTRIBUCIÓN DE LAS BALANZAS FISCALES

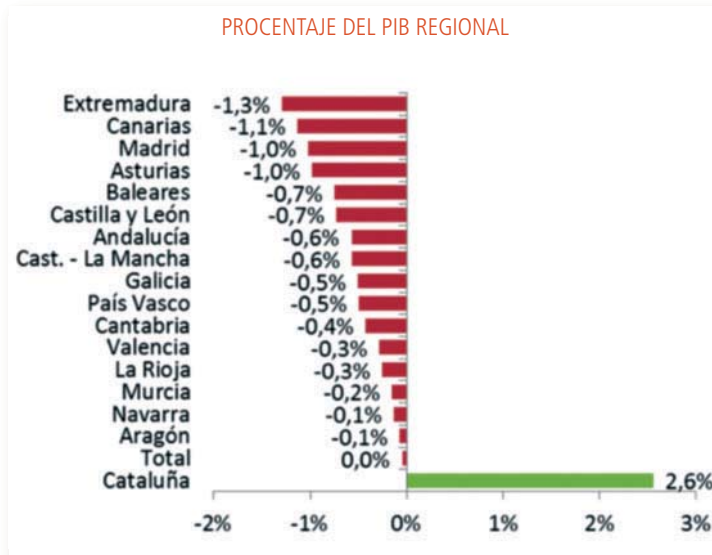
| Millones de € | Saldo actual | Nuevo saldo | Redistribución de rentas | | | Efectos totales | |
|-----------------|--------------|-------------|--------------------------|-------------|-------------|-----------------|----------------|
| | | | Directa | Indirecta | Total | % PIB | Empleos |
| Andalucía | 7.689 | 5.274 | -2.415 | 792 | -1.623 | -1,2% | -35.134 |
| Aragón | 844 | 579 | -265 | 219 | -46 | -0,1% | -1.220 |
| Asturias | 2.098 | 1.439 | -659 | 245 | -414 | -2,0% | -7.734 |
| Baleares | -1.516 | -2.202 | -686 | 285 | -401 | -1,5% | -7.583 |
| Canarias | 4.293 | 2.945 | -1.348 | 427 | -921 | -2,3% | -18.004 |
| Cantabria | 516 | 354 | -162 | 57 | -105 | -0,9% | -2.205 |
| Castilla y León | 4.280 | 2.936 | -1.344 | 569 | -775 | -1,5% | -16.123 |
| Cast. - Mancha | 1.634 | 1.121 | -513 | 101 | -412 | -1,2% | -9.668 |
| Cataluña | -9.892 | 10.427 | 20.319 | -9.986 | 10.333 | 5,2% | 201.863 |
| Valencia | -1.735 | -2.519 | -785 | 213 | -572 | -0,6% | -10.943 |
| Extremadura | 2.827 | 1.939 | -888 | 446 | -442 | -2,7% | -10.441 |
| Galicia | 3.692 | 2.532 | -1.160 | 602 | -558 | -1,0% | -14.494 |
| Madrid | -19.205 | -27.894 | -8.689 | 4.595 | -4.094 | -2,1% | -82.759 |
| Murcia | 108 | 74 | -34 | -48 | -82 | -0,3% | -1.752 |
| Navarra | 115 | 79 | -36 | -11 | -47 | -0,3% | -969 |
| País Vasco | 3.387 | 2.324 | -1.064 | 418 | -646 | -1,0% | -11.382 |
| La Rioja | 42 | 29 | -13 | -26 | -39 | -0,5% | -809 |
| Ceuta y Melilla | 823 | 564 | -258 | 132 | -126 | -4,3% | -3.207 |
| TOTAL | -0 | -0 | 0 | -968 | -968 | -0,1% | -32.565 |

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2017.

Adicionalmente, es importante señalar que estos flujos de redistribución indirecta no serían neutros sobre el conjunto nacional, generando un cierto efecto negativo que podría alcanzar el 0,1% del PIB y suponer una pérdida neta de más de 30.000 empleos.

Tratando de mirar en un horizonte de más largo plazo y aun cuando, como decíamos, el escenario de una secesión efectiva del territorio catalán es, a día de hoy, una situación poco probable ("cisne negro"),

EFFECTOS TOTALES DEL PROCESO DE REDISTRIBUCIÓN (ESCENARIO DISTRIBUIDO. SUMA DE DIRECTO E INDIRECTO)



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2017.

se han realizado diferentes estudios y análisis que han tratado de cuantificar los impactos de tipo de escenarios.

La diversidad de estos estudios es bastante amplia, si bien, en términos generales coinciden en señalar que los beneficios provendrían, casi exclusivamente, de la desaparición del "déficit fiscal" de Cataluña, mientras que los costes estarían vinculados con la posible caída de las exportaciones al resto del territorio nacional (o al resto de la UE), la posible salida de empresas e instituciones financieras y el aumento de la prima de riesgo.

Tal como decíamos, las diferentes hipótesis y elementos considerados hacen que el rango de efectos recogidos en los diversos estudios sea muy elevado, desde impactos prácticamente nulos, o incluso positivos a largo plazo, hasta caídas superiores al 20% del PIB, tal como se recoge en la tabla que presentamos a continuación.

EFFECTOS ESTIMADOS SOBRE EL PIB CATALÁN EN UN ESCENARIO DE SECESIÓN

| | |
|-----------------------------------------|---------|
| Antràs and Ventura (2012) | ≤ -2% |
| CIDOB (2015) (*) | < -2,5% |
| Guinjoan, M. and Cuadras, X (2011) | -4% |
| Ghemawat, P. (2011) | -7% |
| Comerford, Myers, Rodríguez (2012) | -9% |
| Rodríguez Mora (2013) | -10% |
| Ministerio de Asuntos Exteriores (2015) | -20% |
| Credit Suisse (2014) | -20% |
| Polo (2014) | -20% |
| Buesa (2012) | -23% |

(*) A largo plazo los impactos serían positivos entre el 2 y el 3,3%

Fuente: Feito (2014) y CIDOB (2015)

Como hemos podido constatar, en el análisis de un caso de independencia efectiva de Cataluña habría que considerar múltiples aspectos sobre “dividendo fiscal”, “efecto frontera”, financiación internacional, asignación de activos y pasivos, etc. La guerra de cifras está abierta y las conclusiones son dispares.

No queremos añadir más información a un debate salpicado de intencionalidad política en una hipotética situación que no consideramos factible, al menos en un horizonte temporal limitado.

Sin embargo, pensamos que las incertidumbres que han generado las ansias independentistas de una parte considerable de las instituciones y del pueblo catalán, no terminan con la celebración de las próximas elecciones autonómicas y la interrupción en la aplicación del artículo 155 de la Constitución.

La incertidumbre va a continuar, con altibajos, mientras dure el proceso de reordenación territorial, que es imparable y que, posiblemente, terminará afectando a una revisión constitucional de contenido, hoy día, imprevisible.

Durante los próximos meses/años vamos a presenciar desencuentros políticos, presiones sociales y tensas negociaciones. De forma inmediata se tendrá que revisar el sistema actual de financiación autonómica, con un resultado que previsiblemente terminará exigiendo más aportación del Estado y decisiones comprometidas en el binomio presión fiscal/déficit público.

Pero ya sabemos que la incertidumbre política, económica, financiera o de confianza en el futuro de empresas y consumidores se caracteriza por volatilidad de su sentimiento ante cambios en el entorno. Sin alarmas ni estruendos importantes, puede mantenerse un nivel medio/bajo de incertidumbre a medio plazo. En la habilidad para llegar a acuerdos con la menor alarma social está la clave.

CONCLUSIONES

CONCLUSIONES

- La economía española vive una coyuntura de elevado crecimiento y creación de empleo, destacando como una de las más dinámicas de la Eurozona, pero **no tiene garantizado** mantener esta privilegiada situación a futuro.
- El futuro de nuestra economía depende de las herencias del pasado, dinámicas del presente y condicionantes internos y globales de un entorno rápidamente cambiante. Se mueve en un **entorno VICA**: volátil, incierto, complejo en su composición y ambiguo en sus posibles efectos.
- Realizar análisis y **predicciones continuistas** sobre la marcha que puede seguir nuestra economía durante los próximos años es un ejercicio de **escasa fiabilidad y reducida utilidad** para los tomadores de decisiones económicas, gobierno, empresas y particulares.
- La **incertidumbre** en general y los riesgos específicos que pueden presentarse son las claves de futuro. Detectar esos riesgos y valorar su probabilidad de ocurrencia y la importancia de sus efectos es una tarea que nos parece especialmente relevante.
- Algunos riesgos son auténticas **sorpresas de futuro**, hoy día no identificadas o incluso consideradas como prácticamente inexistentes ("cisnes negros"). Otros riesgos están ya sobre la mesa y son **herencias del pasado** (por ejemplo, desajustes en el nivel de competitividad estructural) o **tendencias detectables de futuro** (por ejemplo, envejecimiento de la población).
- Entre los múltiples riesgos que afectan a la economía española hemos seleccionado tres de carácter global, aunque con rasgos especiales para nuestro caso (**tensiones geopolíticas, ruptura del proyecto europeo y sorpresas en mercados financieros**), y dos más específicas de nuestra economía (**retardo innovador y reordenación territorial**).
- En muchas ocasiones, un riesgo no está suficientemente definido como para permitir la evaluación directa de sus efectos. La opción alternativa es medir la incidencia en la **incertidumbre percibida por los agentes económicos** y analizar, en un segundo paso, su posible impacto sobre la economía.
- La incertidumbre es un sentimiento sobre la situación económica actual (política, social y económica) y su posible cambio a futuro. Por tanto, cambiante con la **percepción subjetiva** para los implicados en su posible medición, que siempre será una aproximación discutible.
- Nuestra propia variante de medición utiliza indicadores **sobre confianza empresarial/consumidores, volatilidad financiera, cambios macro y sensibilidad en redes sociales**, y señala que seguimos en niveles bajos de incertidumbre, pero con un cambio reciente al alza **consecuencia de las tensiones en Cataluña** (casi se duplica en octubre).

Entre los riesgos destacados a escala mundial, especial atención a **mercados financieros, tensiones geopolíticas y terrorismo yihadista**. Para España los riesgos-país no se centran solo en las grandes economías mundiales como EEUU o China, sino que se localizan muy especialmente en Latinoamérica y UE.

No parece que el **abandono del proyecto europeo por Reino Unido** vaya a inducir un proceso de salida en cascada de otras economías, aunque tampoco va a contribuir a aumentar la integración política y económica del resto de países, siendo lo más probable una integración a dos velocidades. El impacto para el propio Reino Unido se estima en el orden de un punto y medio de porcentaje de reducción de crecimiento del PIB a corto plazo, que podría duplicarse a más largo plazo.

La **fuerte conexión** de nuestro país con el Reino Unido (comercio exterior, turismo e inversión) nos indica que el cambio de las condiciones de interrelación con el conjunto de la UE en términos de movilidad de personas, mercancías, servicios y capitales, podría tener un efecto relevante sobre nuestra economía. Una estimación inicial apunta a un efecto sobre el crecimiento español de entre 0,2 y 0,9 puntos de porcentaje, según como se desarrolle el proceso.

Los **riesgos financieros** son múltiples y especialmente relevantes en algunos países como EEUU, la UE o China. Cambios en las políticas monetarias muy expansivas, altos niveles de endeudamiento y rentabilidades históricamente excepcionales en algunos países y activos financieros avisan de la probabilidad de correcciones incluso bruscas. Por el momento no parece haber riesgo inmediato de burbuja financiera y no es bueno alimentar esos temas sin soportes muy fundados.

Para España son especialmente relevantes los riesgos por desempleo acumulado, gobernanza, o financieros; en particular en un **escenario monetario más restrictivo** con disminución progresiva del Programa de Compra de Activos del BCE.

Un escenario de crecimiento más rápido de los **tipos de interés** a largo plazo (del orden de 100 puntos básicos adicionales en promedio anual durante los próximos años, sobre nuestra predicción básica), junto con una prolongación de **restricciones crediticias**, podrían restar entre 1 y 2 décimas de punto de crecimiento del PIB real según nuestros cálculos en 2018-19 y reducir entre 20 y 30 mil la generación de empleo, aparte de deteriorar el déficit público como resultado de la elevación de los costes de deuda.

En una economía mundial en rápido proceso innovador es **muy peligroso quedarse atrás**, como marcan algunos indicadores para el caso español (*Global Innovation Index* o *Global Talent Competitiveness Index*). Dada la **importancia del capital intangible** (digitalización, I+D+i, capital humano, valor de marca o desarrollo organizativo) representa un riesgo a valorar y corregir los retrasos considerables en su desarrollo en España respecto al conjunto de la UE.

- **Acercar la inversión en activos intangibles** para acercarnos a los promedios de los países de la Eurozona, supondría más que triplicar el ritmo actual, con impactos sensibles en crecimiento del PIB (dos o tres décimas de punto por año) y empleo (entre 40 y 50 mil nuevos puestos por año) según nuestras estimaciones.
- Especial relevancia tiene en España la **incertidumbre asociada** a los acontecimientos relacionados con las **tensiones independentistas catalanas** y el riesgo político y económico de una **reordenación territorial pendiente**.
- Las estimaciones, necesariamente imprecisas, sobre el impacto en el crecimiento económico español apuntan hacia un entorno de **reducción de medio a un punto para el conjunto del país en 2018**, que **podría duplicarse** en el caso de que se mantenga la incertidumbre sobre la situación de Cataluña.
- Según nuestros propios cálculos, lo más probable, si se produce una **recuperación progresiva de la confianza** (reducción de la incertidumbre) a lo largo de 2018, es que el impacto sea del orden de medio punto de menor crecimiento del PIB para el conjunto de la economía española (algo menos de 100.000 puestos de trabajo), efectos que podrían duplicarse si se mantiene la incertidumbre.
- El nivel y signo de los saldos comerciales de Cataluña con el resto de España (positivo) y el resto del mundo (negativo); así como la **fuerte interrelación** demográfica y social, confirman la fuerte dependencia y la dificultad de una Cataluña independiente, viable económicamente, y con un alto coste interno y externo.
- A un plazo más largo, las consecuencias son más imprecisas, dada la dificultad de concretar "a priori" la evolución de las **tensiones independentistas** y su **posible contagio** en un entorno complejo de **reordenación territorial**.
- La reordenación territorial es, por el momento, un terreno inexplorado. Aportamos algunas cifras indicativas de cómo podría afectar la **compensación de las actuales balanzas fiscales**, sobre un modelo foral ampliado. Los costes de la operación de reordenación territorial pueden ser elevados y sus impactos territoriales muy acusados.

EDITA: Consejo General de Economistas

Depósito legal: M-34911-2017

ISBN: 978-84-86658-58-8

No está permitida la reproducción total o parcial de este estudio, ni su almacenamiento o transmisión por ningún medio (electrónico, mecánico, grabación, fotocopia, etc.) sin permiso previo del editor.

Este estudio expresa exclusivamente la opinión de sus autores y el editor no se hace responsable del contenido del mismo.

Diseño y maquetación: desdezero, estudio gráfico

Impresión: Gráficas Menagui



2017

LA GESTIÓN DEL AGUA EN LAS CIUDADES

ATLAS CONCURSAL 2017

REFLEXIONES SOBRE EL FRAUDE FISCAL Y EL PROBLEMA DE LAS ESTIMACIONES
20 PROPUESTAS PARA REDUCIRLO

DECLARACIÓN DE SOCIEDADES 2016 Y NOVEDADES 2017

DECLARACIÓN DE RENTA Y PATRIMONIO 2016

GUÍA DE ACTUACIÓN DE LA EMPRESA ANTE LA INSOLVENCIA

LOS TÍTULOS DE LA UNIVERSIDAD ESPAÑOLA Y LA COLEGIACIÓN DEL PROFESIONAL
DE LA ECONOMÍA Y LA EMPRESA

PANORAMA DE LA FISCALIDAD AUTONÓMICA Y FORAL 2017

2016

ALGUNAS NOTAS SOBRE LA POSIBLE REFORMA DEL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES

IMPLICACIONES ECONÓMICAS DEL FUNCIONAMIENTO DE LA JUSTICIA EN ESPAÑA

PRESENTE Y FUTURO DE LA AUDITORÍA DE CUENTAS EN ESPAÑA. 10 CLAVES

RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA E INFORMES INTEGRADOS. CASO PRÁCTICO

FINANCIACIÓN AUTONÓMICA DE RÉGIMEN COMÚN: UNA REFORMA NECESARIA

MÉTODO DE VALORACIÓN CUANTITATIVA. ADJUDICACIÓN DE LA UNIDAD PRODUCTIVA
EN SEDE CONCURSAL

DECLARACIÓN DE RENTA Y PATRIMONIO 2015

PANORAMA DE LA FISCALIDAD AUTONÓMICA Y FORAL 2016



ESTUDIOS
DE AUTOR

CF

RIESGOS E INCERTIDUMBRES DE FUTURO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

economistas
Consejo General