

Carta de la Redacción

El desarrollo de nuevas aplicaciones basadas en tecnologías disruptivas, como *blockchain*, ha abierto un conjunto de oportunidades, aún no suficientemente explotadas, en los mercados financieros. Así por ejemplo, criptomonedas y *tokens* constituyen formas alternativas de activos cuyo funcionamiento se rige por algoritmos que realizan transacciones apoyadas por *brokers* y plataformas de negociación y comercialización interconectadas entre sí. El mercado global de los criptoactivos ha sido uno de los de mayor expansión desde 2016, confirmando un fenómeno de virtualización del dinero que abre numerosos interrogantes sobre sus relaciones con los bancos centrales y supervisores, habida cuenta además de la elevada volatilidad de dichos activos. Por otra parte, la innovación tecnológica en los servicios financieros ha dado lugar a la aparición de numerosas iniciativas emprendedoras que, en pequeña escala, ofrecen productos totalmente *online* caracterizados por soluciones ágiles y flexibles, un trato personalizado e inmediato, y una reducción del coste de los servicios. Son las denominadas *fintech*, que ya ocupan un espacio relevante en el proceso de digitalización financiera. La velocidad de los procesos de innovación supera con creces a la respuesta reguladora, tan necesaria en estos mercados, lo que plantea el reto de hacer compatible las soluciones innovadoras con la existencia de las salvaguardas y garantías adecuadas para esta nueva clase de negocios.

Los dos primeros artículos con los que se abre este número de *Cuadernos de Información Económica* abordan, justamente, este tipo de cues-

iones. El primero, de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, muestra los fundamentos económicos y la evolución reciente de los criptoactivos, analizando las posibilidades que ofrece la tecnología *blockchain*, que está en la base de su desarrollo. La pregunta es si estas nuevas monedas digitales y los sistemas alternativos de pagos, que carecen del respaldo oficial de los bancos centrales, pueden convertirse en una alternativa a las divisas actuales. Los fenómenos de especulación y volatilidad de algunas criptomonedas aconsejan abordar con prudencia su componente de inversión que, por otra parte, termina trastocando su necesaria estabilidad como moneda. El alto riesgo que comportan este tipo de activos intangibles deriva del hecho de que no están regulados y, por tanto, no ofrecen ninguna protección a los consumidores. Con todo, existen oportunidades de aprovechamiento de tecnologías de registro distribuido, como *blockchain*, para propiciar la creación de monedas digitales por parte de los bancos centrales, estableciendo una alternativa que propicie una reducción de costes del sistema de pagos, en un marco de garantías suficientes.

Las necesarias exigencias regulatorias en este escenario de innovación tecnológica aplicada a las finanzas pueden, sin embargo, representar un freno al proceso mismo de innovación, especialmente en aquellas iniciativas que en el momento de su aparición no están sujetas a ninguna regulación. La solución al dilema innovación-regulación viene de la mano de lo que se ha dado en llamar *sandbox*, un espacio de pruebas regulatorio, seguro y controlado,

en el que las empresas que se encuentran en sus estados iniciales de lanzamiento pueden desarrollar su actividad con un periodo de adaptación gradual a la normativa existente o, cuando se carezca de regulación, bajo el respaldo y protección de los propios reguladores. El artículo de RODRIGO GARCÍA DE LA CRUZ ofrece una descripción de las potencialidades del *sandbox* regulatorio en el universo de las *fintech*, analizando algunas de las mejores prácticas internacionales, como la del Reino Unido, y proponiendo la puesta en marcha de una iniciativa similar en España. El desarrollo legislativo de un *sandbox* proporcionaría un importante estímulo a la innovación financiera más disruptiva, al crear un marco de pruebas confortable en materia de regulación.

También en relación con el sector financiero, el artículo de JOSÉ GARCÍA MONTALVO examina los efectos sobre la banca española de la nueva normativa europea sobre activos improductivos. Es bien conocido que la crisis financiera ha dejado tras de sí una enorme carga de activos problemáticos en la banca europea, dificultando la recuperación de niveles aceptables de rentabilidad, máxime en un contexto de tipos de interés en mínimos históricos. Los requerimientos previstos para elevar las coberturas de los activos improductivos, coincidentes con la aplicación de la nueva norma contable IFRS 9, que implica el afloramiento de un volumen adicional de dudosos, son importantes incentivos para acelerar la reducción de dichos activos en los balances bancarios. La banca española presenta claros signos de mejora en la disminución de activos problemáticos. Desde diciembre de 2013 la reducción ha sido de un 46% y durante 2017 también se ha mantenido la tendencia a la baja, tanto entre los créditos dudosos como entre los activos adjudicados. Las previsiones apuntan que en 2018 el mercado español volverá a ser muy activo, aunque existen algunas dudas sobre el impacto que pudiera tener en los precios inmobiliarios la salida al mercado de los grandes paquetes de inmuebles adquiridos por los fondos a finales del pasado año.

Una de las vías de financiación empresarial que, con la recuperación de la actividad económica, está teniendo un renovado dinamismo es el capital riesgo. De hecho, como señalan IRENE PEÑA y PABLO

MAÑUECO en su artículo, 2017 fue un año récord en lo que a volumen de inversión se refiere. Se trata de una modalidad de financiación empresarial cuya aceptación se ha visto mejorada por la importancia de reforzar los fondos propios en el balance de las compañías. En particular, los fondos de capital semilla y *venture capital* han registrado un fuerte aumento en los últimos años, de la mano de inversores interesados en nuevos proyectos de carácter tecnológico, y gracias también a la puesta en marcha de incubadoras y aceleradoras de empresas a nivel regional. Todo ello ha creado un entorno altamente competitivo entre las entidades de capital riesgo que operan en España, intensificado por la penetración de fondos internacionales atraídos por las favorables perspectivas económicas del país.

El debate social sobre la diferencia salarial entre hombres y mujeres ha sido también objeto de atención por los economistas en trabajos académicos que tratan de encontrar los factores explicativos de la diferencia de ingresos. Factores como el trabajo a tiempo parcial, el tipo de sector y de ocupación, o el nivel educativo forman parte de los resultados que se obtienen en estudios empíricos que vendrían a explicar los principales determinantes de la llamada brecha de género. Investigaciones más recientes, sin embargo, sugieren que es la mayor participación de la mujer en el cuidado de los hijos, y en las tareas domésticas en general, la que le impide participar en el mercado laboral en las mismas condiciones que los hombres. El artículo de DANIEL FERNÁNDEZ KRANZ examina las diferentes consecuencias que tiene la legislación española sobre reducción de jornada por cuidado de hijos entre hombres y mujeres. En conjunto, de todas las reducciones por motivos familiares un 96% corresponde a las madres y solo el 4% a los padres. A pesar de los avances en igualdad de género, las mujeres españolas se responsabilizan en mucha mayor medida que los hombres del cuidado de los menores, lo que limita sus posibilidades laborales. Las propuestas del autor pasan por aumentar la participación de los hombres en ese tipo de tareas y por reducir los costes que ocasiona la flexibilidad de los horarios de trabajo.

Dos trabajos convergen en este número en relación con el proceso de consolidación fiscal

en España. El primero analiza el grado de cumplimiento de los objetivos de déficit público, las perspectivas de corto y medio plazo, y los retos pendientes. El segundo revisa la actuación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF), sus realizaciones y también sus limitaciones, en cuanto a su contribución a la disciplina fiscal, la transparencia y la sostenibilidad de las finanzas públicas. SANTIAGO LAGO PEÑAS comienza justificando las razones por las que resulta improbable el cumplimiento del objetivo de déficit en 2018, algo a lo que no son ajenas las modificaciones del proyecto inicial de Presupuestos Generales del Estado en materia de pensiones. En una perspectiva de mayor alcance temporal, la reducción del déficit va a girar casi exclusivamente sobre su componente cíclico, con un déficit estructural que durante el trienio 2017-2019 se enquista entre el 2% y el 3% del PIB. Entre tanto, resulta muy preocupante el elevado nivel de deuda pública, tanto por el coste que podría suponer una subida de tipos de interés, como por la inestabilidad que podría generarse en un escenario de agitación de los mercados financieros, así como por la minoración del margen de actuación de la política fiscal ante futuras crisis económicas. El espacio para nuevas reformas continúa siendo importante, tanto por el lado de los ingresos, en la práctica totalidad de las figuras tributarias, como por el de los gastos, especialmente en lo que se refiere a la mejora de la eficiencia, al equilibrio entre aportaciones realizadas y derecho a prestaciones, y a las áreas en las que aparece una insuficiencia de recursos en comparación con los países más avanzados.

Las instituciones fiscales independientes desempeñan un importante papel en el funcionamiento de un marco fiscal basado en la transparencia y en la estabilidad presupuestaria. En España, la AIReF elabora recomendaciones con propuestas de mejora dirigidas a las administraciones públicas sobre el cumplimiento de la normativa presupuestaria, procedimientos, sostenibilidad y transparencia. Algunas de dichas recomendaciones exigen respuestas en términos de su cumplimiento o explicación, de

modo que las administraciones pueden incurrir en costes de reputación en función de cuál sea su contestación. Como se refleja en el artículo de YULIA KASPERSKAYA y RAMON XIFRÉ, solo la mitad de las recomendaciones formuladas por la AIReF han sido aceptadas, existiendo una diferencia significativa entre el Gobierno central, que opta preferentemente por explicar su incumplimiento, y las administraciones territoriales, en las que predomina el cumplimiento. El balance de los primeros años de la AIReF está bien reflejado en el estudio de evaluación efectuado por la OCDE, que destaca de forma positiva la posición de independencia alcanzada por el nuevo organismo, así como la calidad de sus análisis.

La sección de Economía Internacional incluye un artículo de ÁNGEL BERGES, ALFONSO PELAYO y FERNANDO ROJAS en el que se analiza la evolución reciente y los principales determinantes de la valoración bursátil relativa de la banca europea, norteamericana y española. La relación entre el valor de mercado y el valor contable tiene una especial relevancia como indicador indirecto de confianza en la sostenibilidad de las entidades y como precondition para las ampliaciones de capital mediante apelaciones al mercado. Lo normal es que la valoración bursátil se vea afectada por los distintos indicadores de *performance* bancaria, como la reducción de la morosidad, la eficiencia o la rentabilidad. Pero de los tres, el que tiene mayor efecto es el que se refiere a la rentabilidad, medida por el *ROE*, especialmente cuando este se toma en relación con las expectativas de futuro que derivan del consenso de mercado. La interpretación de los resultados aconseja tomar en consideración también los otros dos indicadores, pues tanto la mejora de la eficiencia como la menor presencia de créditos dudosos influyen positivamente en la rentabilidad. Entre los principales sistemas bancarios europeos, la banca española es la que se encuentra mejor valorada por el mercado, capitalizando los mayores esfuerzos que ha realizado en el saneamiento de activos y ajustes de capacidad, lo que le ha situado en una posición ventajosa en eficiencia y rentabilidad.