

 empresa global

 Afi

175

Julio - Agosto 2017

El futuro de la Unión Económica y Monetaria

Banco Popular: resolución «a la europea»

Información financiera contra el cambio climático

Bienvenida Alianza Fintech Iberoamérica

**Treinta años de evolución
en longevidad y pensiones**

ESTRATEGIA GLOBAL

Uber versus Airbnb

LA FIRMA DE MERCADOS

Valoraciones ajustadas,
ciclo más robusto

HOMO OECONOMICUS

Robots VII: los robots y la
regulación de la economía

PASEO GLOBAL

Vulnerabilidad (actualizada)
a Reino Unido





Empresa Global

Nº 175 (julio - agosto 2017)

EDITA

Afi Analistas Financieros Internacionales
C/ Marqués de Villamejor, 5. 28006 Madrid
Tel.: 91 520 01 00 • Fax: 91 520 01 43
E-mail: empresaglobal@afi.es • www.empresaglobal.es

DIRECCIÓN Y EDICIÓN

Verónica López Sabater

SECRETARÍA DE REDACCIÓN

Valle González

COLABORAN EN ESTE NÚMERO

José Manuel Amor, Pablo Aumente, Ángel Berges, Daniel Fuentes,
Mauro Guillén, José Antonio Herce, Verónica López, Ricardo Pedraz,
Irene Peña, Fernando Rojas, David Ruíz y Emilio Ontiveros.

CONSEJO DE REDACCIÓN

Emilio Ontiveros (Presidente)
Diego Vizcaíno, Verónica López, Daniel Fuentes, Raquel Soriano,
José Manuel Rodríguez, Ricardo Pedraz, Carmen López, Itziar
Sola, Irene Peña y Pablo Aumente

PUBLICIDAD Tel.: 91 520 01 38. Fax: 91 520 01 43

PORTADA hof12

DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN

Valle González, Dorí Cobo y Daniel Sánchez Casado

El futuro de la UE

El número de verano de Empresa Global lleva como tema de portada «El futuro de la Unión Europea». Futuro que pasa, sin duda alguna, por la desconexión del Reino Unido —evento que hemos abordado en anteriores números— pero también por uno de los eslabones débiles de la Unión, que es hoy en día la economía italiana. La debilidad actual de Italia está motivada, desde un punto de vista estructural, por carecer de los tres requisitos de estabilidad política e institucional necesarios para afrontar reformas de calado. Además, sus fundamentales macroeconómicos parecen menos solventes que los del resto de grandes economías de la zona euro y, para cerrar el círculo, cuenta con un sector bancario que todavía no ha completado ese proceso de reestructuración que otras economías como la española sí ha completado.

Al margen de estas dos cuestiones, es cierto que se abre una nueva etapa en la Unión Europea con la elección del nuevo presidente de la república en Francia y con un ciclo electoral europeo que culminará en Alemania el próximo mes de octubre. Esta situación abre ciertas perspectivas de nuevos horizontes en los que los retos parecen claros. Por una parte, el reto de completar o reformar el diseño institucional de la zona euro para un funcionamiento más eficiente, más equitativo y más inclusivo, pero también, el de diseñar estos mecanismos estabilizadores de naturaleza fiscal y presupuestaria que complementen el correcto funcionamiento de la política monetaria que lleva a cabo el Banco Central Europeo.

Este, como señalamos, es el tema de portada de este número de Empresa Global, la revista de Afi. Esta edición se completa con las secciones habituales y con las columnas de Emilio Ontiveros, José Antonio Herce, Mauro Guillén y José Manuel Amor.

Feliz verano ::

TEMA DE PORTADA

El futuro de la Unión Económica y Monetaria

A grandes rasgos, el futuro de la Unión Económica y Monetaria (UEM) pasa por avanzar simultáneamente en tres frentes: la unión financiera, la integración fiscal y el diseño institucional del área euro.

Pag. 3



PERSPECTIVAS

Banco Popular: resolución «a la europea»

El pasado mes de junio el Mecanismo Único de Supervisión (SSM, por su siglas en inglés) determinó que Banco Popular se encontraba en una situación de inviabilidad o a punto de estarlo, lo que dio pie al inicio del proceso de resolución.

Pag. 6



ESCUELA

Información financiera contra el cambio climático

Las recomendaciones finales del Grupo de Trabajo para la Divulgación de Información Financiera deben considerarse como una iniciativa del mercado para el mercado con el objetivo de integrar los riesgos y oportunidades del cambio climático.

Pag. 9



TECNOLOGÍA

Bienvenida Alianza Fintech Iberoamérica

La Alianza está integrada y presidida por la Asociación Española de FinTech e InsurTech (AEFI), Colombia FinTech, FinTech México, la Cámara Uruguaya de FinTech, FinTech Centro América y Caribe, Fintech Perú y espera contar con las asociaciones del resto de países de Latinoamérica.

Pag. 11



30 AÑOS DE ECONOMÍA

Treinta años de evolución en longevidad y pensiones

La evolución experimentada por la industria española de seguros y pensiones en las tres últimas décadas no ha estado exenta de desafíos. Uno de ellos surge de la constatación de que una creciente longevidad presenta a la vez oportunidades y riesgos.

Pag. 14



ESTRATEGIA GLOBAL
Uber versus Airbnb
MAURO GUILLÉN

Pag. 17



LA FIRMA DE MERCADOS
Valoraciones ajustadas, ciclo más robusto

JOSÉ MANUEL AMOR

Pag. 18



HOMO OECONOMICUS
Robots VII: los robots y la regulación de la economía
JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 20



PASEO GLOBAL
Vulnerabilidad (actualizada) a Reino Unido

EMILIO ONTIVEROS

Pag. 22



El futuro de la Unión Económica y Monetaria



iStock/Thinkstock

A grandes rasgos, el futuro de la Unión Económica y Monetaria (UEM) pasa por avanzar simultáneamente en tres frentes: la unión financiera, la integración fiscal y el diseño institucional del área euro.

Daniel Fuentes @dfuentescastro | Consultor sénior del área de Análisis Económico y de Mercados de Afi

Dentro de los actos conmemorativos del 60 aniversario de la firma de los Tratados de Roma, la Comisión Europea presentó el pasado marzo el «[Libro Blanco sobre el futuro de Europa](#)». Este documento marca el inicio de un proceso de reflexión cuyos dos próximos hitos son el discurso sobre el Estado de la Unión que el presidente Jüncker pronunciará el próximo septiembre y, sobre todo, el Consejo Europeo de diciembre, en el que se determinarán las principales líneas de actuación de la UE para el resto de legislatura. A medio plazo, la agenda viene marcada por unas elecciones al Parlamento Europeo en junio de 2019 que se presentan cruciales para el devenir de Europa.

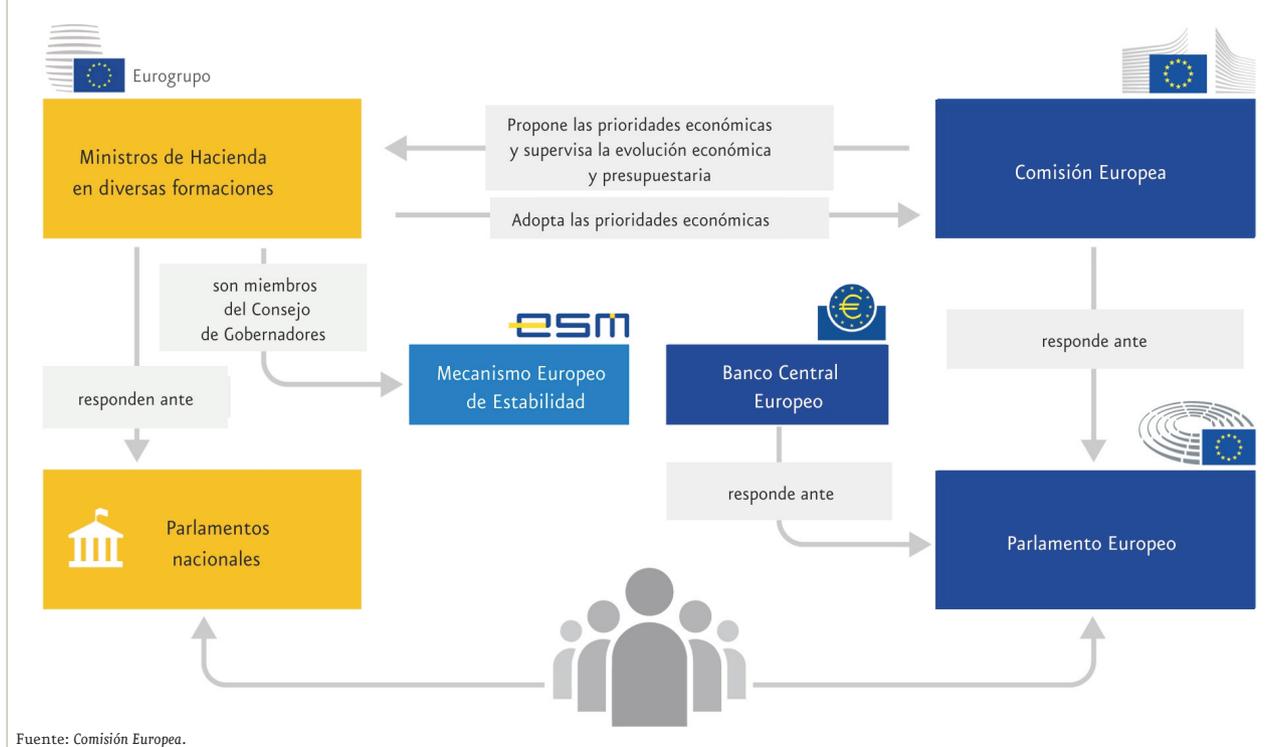
El Libro Blanco ha venido acompañado, en los últimos meses de una serie de Documentos de Reflexión que tratan sobre la [dimensión social de Europa](#) (DR1, 26 de abril); el [encauzamiento de la globalización](#) (DR2, 10 de mayo); la [profundización de la](#)

[Unión Económica y Monetaria](#) (DR3, 31 de mayo); el [futuro de la defensa europea](#) (DR4, 7 de junio); y el [futuro de las finanzas de la UE](#) (DR5, 28 de junio).

A lo largo de las decenas de páginas de esta serie de documentos, el reconocimiento de la situación es explícito: «No podemos permitirnos esperar a otra crisis para activar la voluntad colectiva de actuar» (DR3, p. 7). En opinión de la Comisión, esa falta de voluntad de progreso en la reforma de la UE se debe, principalmente, al desacuerdo entre quienes priorizan reforzar la responsabilidad de los Estados miembros como condición previa para avanzar en la construcción europea (que podríamos llamar «tesis alemana») y los que defienden que la solidaridad es el camino a seguir para cerrar las heridas abiertas por la crisis de 2008.

Paradójicamente, la resolución de este conflicto es sustancialmente más complicada ahora que antes

LA GOBERNANZA DE LA ZONA DEL EURO ES COMPLEJA



de la crisis, pues ésta ha puesto de manifiesto que los riesgos económicos y financieros afectan de manera particularmente asimétrica a los distintos Estados miembros, especialmente en lo que se refiere a la transmisión de crisis bancarias a la deuda soberana, y viceversa.

En paralelo a esta cuestión, intrínseca al proyecto de construcción de la Unión Económica y Monetaria (UEM), se han abierto en los últimos años diversas líneas de fractura en la UE. En primer lugar, la crisis ha debilitado la fortaleza del eje francoalemán como motor económico del área euro. La divergencia entre los cuadros macro de estas dos potencias ha terminado por situar a Francia en tierra de nadie, con Alemania a un lado, e Italia y España al otro, algo que ha contribuido a erosionar la adhesión del país gallo al proyecto europeo.

En segundo lugar, la crisis económica y el incremento de la desigualdad han alimentado el auge de los movimientos populistas en toda Europa y, de manera significativa, en países como Holanda, Francia, España, Italia y Grecia, entre otros. Mención aparte merecen Hungría y Polonia, que encarnan de manera singular una tercera línea de fractura, la que separa al Este y al Oeste en sus respectivas concepciones de la construcción europea.

Finalmente, la decisión del Reino Unido de abandonar la UE, notificada formalmente el pasado 29 de marzo al Consejo Europeo, supone una cuarta línea

de fractura particularmente lesiva para ambas partes. A esto cabe añadir el enquistamiento de la crisis en Grecia y, fuera del ámbito doméstico, un giro en las relaciones entre la UE y los EEUU, cuya administración parece optar por el abandono de algunos de los lugares comunes que han presidido el orden económico y geopolítico de los últimos años.

Aunque los retos que debe afrontar Europa en el futuro inmediato no son menores, el momento puede ser propicio para fortalecer el diseño institucional de la UEM. Porque es momento de hacer de la necesidad virtud, porque el ciclo económico acompaña y lo hace de manera transversal (las principales economías del área euro han dado muestras de acelerar su crecimiento en los últimos trimestres) y porque, además, el ciclo electoral europeo parece haber dejado atrás los peores temores, a falta de las elecciones que deben celebrarse en Alemania el próximo otoño y, con mayor incertidumbre, en Italia (todavía sin fecha).

A grandes rasgos, el futuro de la UEM pasa por avanzar simultáneamente en tres frentes: la unión financiera, la integración fiscal y el diseño institucional del área euro. En el primer caso, se hace necesario completar la Unión Bancaria, incluyendo un régimen común de seguro de depósitos para atajar la transmisión del riesgo bancario al riesgo soberano. Junto a esto, es preciso progresar en la creación de un activo europeo seguro, lo que contribuiría a diversificar los activos del sector bancario y mejoraría la

transmisión de la política monetaria. También es prioritario avanzar en la unificación de los distintos mercados financieros con la finalidad de diversificar las fuentes de financiación, todavía segmentadas entre Estados miembros, lo que tendría por efecto presumible un aumento de la inversión.

En cuanto a la integración fiscal, la UEM necesita dotarse de mecanismos de estabilización macroeconómica que complementen la actual caja de herramientas de la política monetaria. Frente a las reservas de algunos Estados miembros, especialmente sensibles a la cesión de soberanía, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) debería cobrar mayor protagonismo. No sólo en su papel de asistente de emergencia, sino posibilitando actuaciones contracíclicas en la estabilización de la demanda agregada.

El tercer frente, el diseño institucional, toma carácter de condición necesaria para progresar en las

cuestiones anteriormente citadas, en ese siempre delicado equilibrio de soberanías entre la UEM y cada uno de sus Estados miembros. Los retos en este capítulo no son meramente económicos o técnicos, sino esencialmente políticos. El Eurogrupo necesita una presidencia permanente y la UEM un Tesoro y un presupuesto común (el MEDE debería contar con una dotación de recursos consecuente), que necesariamente deberán ser ejemplares en el control y en la rendición de cuentas.

Decía Robert Schumann que «Europa no se hará de una vez ni en una obra de conjunto: se hará gracias a realizaciones concretas, que creen en primer lugar una solidaridad de hecho.» La crisis financiera internacional de 2008 ha puesto a la UE frente al espejo de su futuro. Casi una década después, es difícil pensar que se pueda dilatar mucho más esta espera, sin realizaciones concretas ::

Banco Popular: resolución «a la europea»

El pasado mes de junio el Mecanismo Único de Supervisión (SSM, por su siglas en inglés) determinó que Banco Popular se encontraba en una situación de inviabilidad o a punto de estarlo, lo que dio pie al inicio del proceso de resolución. Un mes después, podríamos calificar que la situación se resolvió con celeridad, dejando a la adquirente, Santander, en una posición de liderazgo en el negocio nacional.

Fernando Rojas @Ferojas | Consultor de Banca en el área de Servicios Financieros de Afi

David Ruiz @davidrucas | Consultor sénior de Banca en el área de Servicios Financieros de Afi

El pasado 7 de junio conocíamos la noticia de la adquisición de Banco Popular por parte de Santander, tras determinar el Mecanismo Único de Supervisión (SSM, por su siglas en inglés) que la primera entidad estaba en una situación de inviabilidad o a punto de estarlo («failing or likely to fail») y la posterior decisión de la Junta Única de Resolución de resolver la entidad.

Las características más representativas de la operación son las siguientes:

- Amortización del 100% de las acciones en circulación de Banco Popular y conversión en acciones del 100% de los instrumentos de capital adicional de nivel 1 (CoCo) y su posterior amortización total.
- Conversión en acciones del 100% de los instrumentos de capital de nivel 2 (deuda subordinada)
- Compra por Santander del 100% de las acciones de los instrumentos de capital de nivel 2 por valor de un euro y el anuncio de una ampliación de capital de aproximadamente 7.000 millones de euros que prevé realizar en el mes de julio.

Lo más relevante del proceso descrito vendría del análisis de la disponibilidad de fondos y el destino de los mismos, distinguiendo entre la recapitalización necesaria para asimilar el balance del Banco Popular y la absorción de pérdidas para las posibles contingencias legales y el saneamiento de los activos improductivos que, en este último caso, para situarse en la cobertura media del sector ascendería a unos 5.000 millones de euros.

El montante final que se dispondría alcanza aproximadamente los 15.000 millones de euros, entre la recapitalización anunciada y el *bail-in* interno. Si la intención de Santander es alcanzar una ratio de capital para Banco Popular que se sitúe en torno a la media del sector a cierre de 2016, por ejemplo, 12,5%, necesitaría 7.700 millones

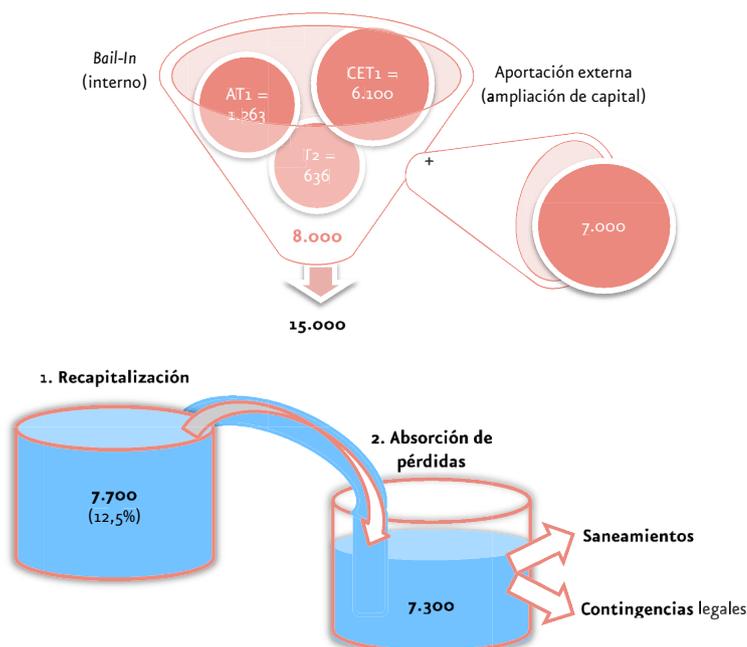


de euros. Esto derivaría en que se tendría unos 7.300 millones de euros para la absorción de pérdidas, y el consecuente saneamiento del balance (recordemos que ascenderían a aproximadamente 5.000 millones de euros para llegar a la media del sector), además de afrontar las posibles contingencias legales que podría derivar este proceso (principalmente demandas judiciales de accionistas que acudieron a las últimas ampliaciones de capital).

DESCRIPCIÓN DEL PROCEDIMIENTO

La principal característica del proceso seguido ha sido la celeridad, factor indispensable para garantizar la estabilidad financiera y evitar el posible contagio al resto del sector financiero. Esta rapidez ha sido posible porque en el procedimiento sólo estaba involucrada una entidad, situación que se contrapone a la que existe en la actualidad en Italia donde, en los casos de Banca Popolare di Vicenza y Veneto banca, también declarados como inviables o a

DISPONIBILIDADES Y APLICACIONES DE FONDOS (MILLONES DE EUROS)



Fuente: Afi, Banco Popular, Banco Santander.

punto de serlo por el SSM, se ha determinado ir a un proceso de liquidación.

En este proceso entraría en juego, por un lado, un tercer participante, Intesa San Paolo, que absorbería parte del negocio de estas entidades por un valor simbólico y, por otro lado, unas ayudas que proporcionará el Gobierno (distinguiendo entre 4.800 millones de euros de inyección directa de capital y unas garantías que ascenderán a un máximo de 12.000 si la masa de liquidación no es suficiente) para que principalmente no se vean afectadas las ratios de solvencia de Intesa tras la adquisición.

A la luz de este proceso en Italia, las diferencias son evidentes: en Banco Popular no hubo ningún tipo de ayuda pública y las pérdidas las han soportado los accionistas y los tenedores de CoCo y de deuda subordinada.

Para mayor claridad en la exposición del proceso, desarrollamos a continuación las principales fases del mismo:

1. El Mecanismo Único de Supervisión determina la inviabilidad de la entidad y realiza un mandato a la Junta Única de Resolución (SRB por sus siglas en inglés) para iniciar el proceso.
2. El SRB, en el marco de la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (BRRD), ejecuta la decisión de resolver el Banco Popular, adoptando las medidas necesarias según lo dispuesto en el artículo 29 del Reglamento (UE) n° 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de julio de 2014.
3. Aprobación por parte de la Comisión Europea del esquema de resolución propuesto por SRB.
4. El FROB, recibe mandato del SRB y entre ambas autoridades se decide los términos del *bail-in*.

5. Tras el *bail-in*, en un procedimiento competitivo expés se adjudica Banco Popular por 1 euro al Banco Santander.

SITUACIÓN DEL PANORAMA BANCARIO ESPAÑOL TRAS LA ADQUISICIÓN

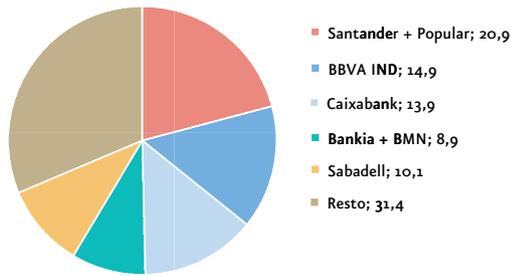
Tras el proceso, resulta de interés ver cómo ha quedado el sector bancario español en el ámbito nacional y en qué posición queda la unión de las, hasta la fecha del proceso, tercera y sexta entidad en términos de volumen de crédito.

La adquisición de Banco Popular le ha supuesto a Santander convertirse en líder en crédito a clientes y depósitos en el ámbito nacional, superando a Caixabank, que venía ostentando dicha posición. Sin embargo, esta posición tan predominante puede verse afectada por la más que probable reducción de balance que Santander acometerá en los próximos meses.

En relación a los segmentos de crédito, el agregado Santander/Popular se convierte en líder destacado en el segmento pymes, situándose en una cuota cercana al 25% del total de crédito. En términos de grandes empresas, Santander refuerza su posición de líder situándose en una cuota cercana al 24% del total de crédito, ya que Popular le aporta cinco puntos porcentuales adicionales en este segmento.

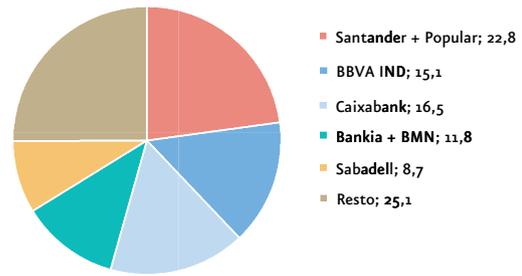
La alta orientación al segmento de empresas que sustentaba el plan estratégico de Popular, hace que Santander intente aprovechar las economías de escala y las sinergias que se podrán producir, utilizando el proceso para disminuir los costes de financiación y hacer esta cartera aún más rentable.

Cuota de crédito
(%)



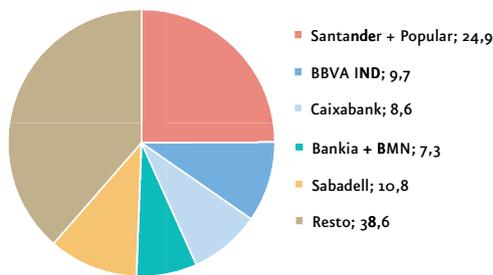
Fuente: Afi, entidades.

Cuota de depósitos
(%)



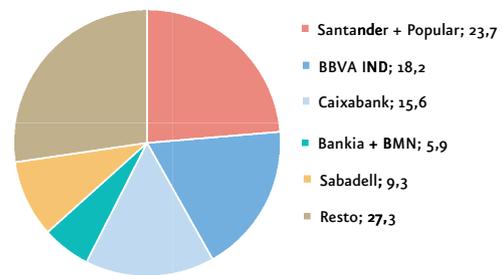
Fuente: Afi, entidades.

Cuota de crédito a pymes
(%)



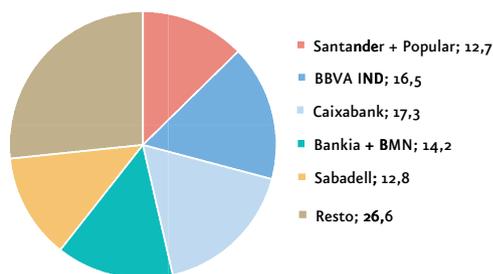
Fuente: Afi, entidades.

Cuota de crédito a grandes empresas
(%)



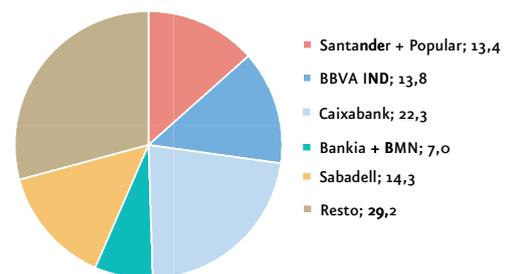
Fuente: Afi, entidades.

Cuota de crédito a vivienda
(%)



Fuente: Afi, entidades.

Cuota de crédito a consumo
(%)



Fuente: Afi, entidades.

Es en el segmento de familias (vivienda y consumo) todavía queda lejos de los grandes competidores, donde Caixabank sigue ostentando el liderazgo por delante de BBVA.

SÍNTESIS Y VALORACIÓN

Tras la descripción del procedimiento, lo más destacable sin duda es la celeridad con la que se ha llevado a cabo el proceso, así como que puede considerarse equilibrado por haber descansado en un *bail-in* muy agresivo en acciones, bonos convertibles y deuda subordinada en aras de evitar la utilización de capital público. Además, la resolución ha respetado los principios básicos de la BRRD.

El proceso de resolución de Banco Popular no pone en duda la «Unión Bancaria», como sí lo hace el caso italiano, ya que se ha restringido a lo estipulado en la Directiva de resolución y se ha acogido al modelo determinado por las instituciones europeas.

Para finalizar, la operación deja a Santander como líder indiscutible en el mercado nacional en el segmento de pymes, donde ostentaba una posición relativamente menor, así como la posibilidad de aprovechar las posibles sinergias y economías de escala para reducir los costes y hacer las carteras de Popular aún más rentables ::

Orientación de las políticas de lucha contra morosidad empresarial

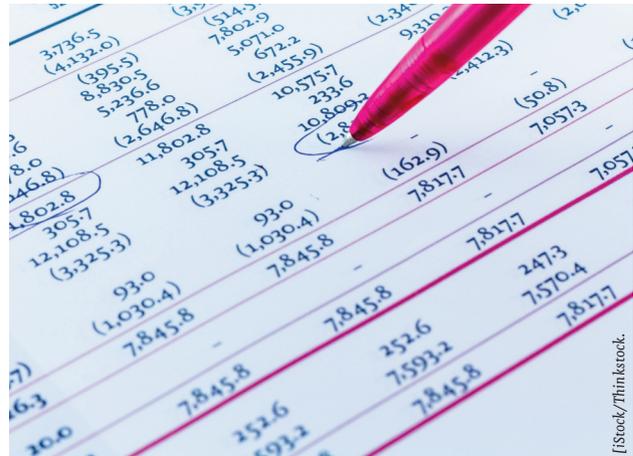
Reforzar el papel de *third party enforcer* de los poderes públicos y mejorar la defensa de la competencia son los mecanismos más idóneos para erradicar la morosidad injustificada. Articular un sistema de sanciones puede comportar, paradójicamente, efectos contraproducentes para el tejido productivo, al distorsionar la libertad de contratación y reducir la capacidad de aprovechar las ventajas de especialización que otorga el crédito comercial.

Pablo Hernández @HGPablo_I | Consultor sénior del área de Economía Aplicada de Afi
Cristina Gómez | Consultora del área de Economía Aplicada de Afi

La mayoría de las fuerzas que conforman el arco parlamentario han ratificado su apoyo en el Senado a tramitar una ley que penalice el incumplimiento de los plazos de pago por parte de empresas y administraciones públicas. Toda una demostración de consenso. La iniciativa, que ha recibido el aplauso acalorado de representantes diversos de una parte del tejido empresarial, se inscribe dentro del paquete de reformas estructurales con las que el ejecutivo pretende corregir «los males endémicos» de la economía española.

Sometida ya a las enmiendas de los grupos parlamentarios, la Propuesta de Ley recoge un nuevo marco regulador de las relaciones comerciales, que introduce incentivos adicionales a los ya existentes –reclamación de intereses de demora– para el cumplimiento de las obligaciones contractuales contraídas en los plazos de pago, basados en un sistema de sanciones por infracción y penalizaciones (como la imposibilidad de acogerse a determinadas ventajas fiscales). Asimismo, en aras de mejorar la transparencia y el flujo de información relevante en materia de cobros y pagos para los distintos agentes prevé la creación de un Observatorio de Morosidad, que mantendrá un sistema de vigilancia de los indicadores relevantes de morosidad. Por último, incluye la creación de un tribunal de arbitraje y mediación, que vendría a complementar las funciones de las instancias judiciales para la resolución de conflictos.

El objetivo que persigue –en línea con la actual [Ley de Lucha contra la Morosidad](#)– es desincentivar los retrasos intencionados en los pagos y añadir una mayor protección a las pymes más expuestas a la eventualidad de las demoras o el impago de facturas. Si bien la inten-



ción es corregir un mal que afecta al tejido productivo, conviene examinar si el enfoque propuesto para conseguir tales fines es el adecuado o si, de lo contrario, existen alternativas más eficientes, eficaces y proporcionales a los objetivos perseguidos.

La morosidad representa, en esencia, el incumplimiento de una obligación contractual. Y de la misma forma que existe una enorme heterogeneidad en materia de contratos, parece evidente que tampoco todos los deudores morosos son iguales, ni lo son las circunstancias que pueden desembocar en una ocasional ruptura o incumplimiento contractual. **El problema, pues, reside en identificar aquellos deudores morosos que incumplen de manera voluntaria e injustificada sus acuerdos comerciales.** Pero, lógicamente, esta distinción no es ni mucho menos sencilla, por lo que una primera consideración previa al diseño de mecanismos eficientes de cas-

tigo es articular un buen sistema de detección o *screening device*.

El argumento central que parece inspirar la Proposición no de Ley, y sobre el que descansa buena parte de la regulación en la materia, es que toda demora por encima del plazo legal obedece al poder de mercado o a la mayor dimensión relativa que ostenta la empresa deudora frente al acreedor. Sobre esta presunción, cualquier desvío del plazo legal en el pago de las facturas podría estar sujeto al futuro régimen sancionador. Sin embargo, esta tesis no solo ofrece algunas inconsistencias desde el punto de vista teórico, sino que no concuerda bien con la poca evidencia empírica que se dispone. Si los retrasos en los pagos están vinculados al poder de mercado del deudor –en el límite, un monopsonista– debería poder explicar la racionalidad de establecer un plazo de pago e incumplirlo sistemáticamente. La capacidad de fijación de condiciones que otorga el poder de mercado permitiría al deudor establecer *ex ante* el plazo más adecuado a sus preferencias de minimización de costes, evitando, de paso, un coste reputacional.

Por otra parte, los indicios empíricos sugieren, en general, que cuanto mayor es el plazo de pago menor es el margen comercial. Por tanto, si alargar los plazos lleva aparejado un encarecimiento del precio negociado con los proveedores, la hipótesis del ejercicio del poder de mercado no parece ser del todo consistente.

Asimismo, la baja efectividad que ha tenido eliminar la posibilidad de fijación por acuerdo entre las partes de plazos mayores a 60 días desde la emisión de factura en el plazo medio de pago, y las notables diferencias que se observan en los plazos de pago a escala sectorial no hacen sino poner en tela de juicio la efectividad de las actuaciones intervencionistas, a pesar de que los periodos medios de pago de las grandes empresas superen a los de las pequeñas y medianas.

Lo que sí parece refrendar la evidencia es que gran parte de los conflictos por impago se deben a disputas sobre el grado de cumplimiento de las obligaciones contractuales adquiridas e inherentes a la transacción comercial (que varían ampliamente por sector y tipo de producto). En este sentido, el plazo de pago actuaría como mecanismo de *enforcement* en los contratos, en cuanto otorga al distribuidor la potestad de verificar el cumplimiento de las condiciones estipuladas y de monitorizar el riesgo de comportamiento oportunista que puede tener un proveedor dadas sus ventajas informativas. Es decir, permite disciplinar la relación entre proveedores y clientes quienes, por lo general, tienen incentivos a coordinar y mantener relaciones comerciales indefinidas. En otras palabras, las conductas estratégicas tendentes al abuso de los plazos de pago se disuaden desde el momento en que pueden ser castigadas cuando las relaciones entre proveedores y clientes son reiteradas y tienen un horizonte de largo plazo. Por

consiguiente, la demora en el pago no tiene por qué obedecer a un comportamiento injustificado o de mala fé, sino a un mecanismo de castigo que es perfectamente compatible con la voluntad de pago. ¿Sería eficiente en este caso aplicar el régimen sancionador al deudor?

Ahora bien, **cuando la relación es ocasional, o las empresas tienen un horizonte de vida finito, el riesgo de que se produzcan comportamientos oportunistas crece por ambos lados de la transacción.** Por el lado del proveedor, puesto que tiene incentivos a disminuir el esfuerzo por mantener la calidad del producto u otras condiciones del contrato. Y por el lado del deudor, por el riesgo moral que incentiva el impago una vez alcanzado el acuerdo. En este contexto, las posibilidades de *self-enforcement*, basados en la reputación y el carácter recurrente de las transacciones, son más limitadas.

Sin embargo, restringir la libertad de contratación y la capacidad de aprovechar las ventajas comerciales y financieras que otorga el crédito comercial tanto para acreedores como para deudores comerciales no parece ser la vía más adecuada para combatir la morosidad. Entre otras razones, porque cuanto mayor sea la incertidumbre sobre la interpretación de la norma, las empresas tenderán a contratar solo con aquellas empresas con las que ya exista una relación de confianza, en aras de evitar potenciales conflictos. De esta forma se distorsiona ampliamente la competencia, pudiendo generar costes mayores al tejido productivo que los que se pretende minimizar. Y por otra parte, podría penalizar el acceso al crédito para aquellas empresas que, atravesando una mala situación financiera, no han tenido una verdadera conducta irresponsable.

Por consiguiente, el esfuerzo no debería dirigirse tanto a introducir incentivos que ya pueden incorporar los propios contratos –como los que prevé el régimen sancionador– o a limitar los plazos de pago a todos los sectores por igual, sino a **reforzar el papel de *third party enforcer* de los poderes públicos.** Por ello, debe aplaudirse la creación de una instancia mediadora, aunque deberá contar con la dotación necesaria para ser suficientemente eficaz a la hora de dirimir los conflictos. De esta forma, el incentivo al comportamiento oportunista se reduce al descontar la rapidez del árbitro supervisor de las relaciones comerciales, lo que, con seguridad, alineará de manera mucho más eficiente los incentivos a la cooperación de las partes. Por otra parte, **debe articularse una buena política de defensa de la competencia, que lamentablemente en España nunca ha adquirido la categoría de prioritaria** en las agendas de los sucesivos gobiernos. Eliminar las barreras de entrada en los mercados y castigar las conductas de abuso de posición de dominio es un instrumento muy potente de disuasión para las empresas que adoptan estrategias oportunistas. Y mucho más eficiente, desde luego, que dificultar la libertad de contratación ::

Información financiera contra el cambio climático

Las recomendaciones finales del Grupo de Trabajo para la Divulgación de Información Financiera, creado en el marco del Consejo de Estabilidad Financiera, deben considerarse como una iniciativa del mercado para el mercado con el objetivo de integrar los riesgos y oportunidades del cambio climático para la economía.

Ángel Berges | Socio fundador y vicepresidente de Afi

Ricardo Pedraz @RicardoPedraz | Consultor senior del área de Finanzas Públicas de Afi

La lucha contra el cambio climático como prioridad ineludible y necesitada de compromisos firmes y coordinados ha ido calando en todos los estratos, haciéndose cada vez más resiliente a decisiones de reversión tomadas, o anunciadas, por ciertos agentes. El ejemplo más claro en este sentido lo constituye Estados Unidos, donde los anuncios de la nueva administración Trump sobre reversión de sus compromisos asumidos en la Cumbre de París han sido respondidos de forma contundente desde importantes ámbitos empresariales (incluyendo varias de las más importantes y emblemáticas compañías «contaminantes», e importantes gestores de activos), así como las administraciones de numerosos Estados y ayuntamientos, nivel de la Administración Estadounidense donde recaen los principales esfuerzos y compromisos adquiridos en la lucha contra el cambio climático.

Con esa constatación de apoyos en respuesta al repliegue de Trump, se pone de manifiesto no sólo la irreversibilidad de la lucha contra el cambio climático, sino sobre todo el creciente protagonismo que en esa lucha cada vez más tienen los agentes privados, y muy especialmente los mercados, financieros y no financieros, que deben cumplir un papel clave en la fijación de precios que actúen como «guía» en las decisiones –desinversiones, pero también importantes nuevas inversiones– necesarias para cumplir los objetivos en cuanto a reducción de emisiones contaminantes.

Ese papel clave de los mercados financieros en la lucha contra el cambio climático explica el liderazgo



que desde el primer momento, tras la Cumbre de París, tomó el *Financial Stability Board* (FSB), y su presidente Mark Carney, a la hora de marcar las pautas por las que los mercados financieros deberían regirse en dicha función. Y una de las primeras decisiones del FSB fue la creación de un grupo de trabajo sobre la política de información financiera en relación con el cambio climático (*Task Force on Climate Related Financial Disclosure*).

De la importancia asignada a ese *Task Force*, y sobre todo del alcance del mismo mucho más allá de las políticas públicas, da cuenta el elenco de sus miembros responsables: su presidente, Michael Bloomberg, ex alcalde de Nueva York y fundador de la firma de información financiera que lleva su nombre; o cuatro

vicepresidentes máximos ejecutivos de AXA, Bradesco, Bolsa de Singapur y de Unilever, líderes mundiales en el sector asegurador, la mayor entidad financiera de Brasil, una de los principales mercados de valores asiáticos y mundiales y empresa multinacional líder en bienes de alimentación y consumo.

Pero al margen de esa personalidad de los líderes del *Task Force*, conviene resaltar la esencia del mismo, que es el *Disclosure*, es decir, la generación y divulgación de información financiera relevante para que los agentes involucrados –inversores, prestamistas, aseguradoras, clientes, sociedad, etc. –puedan evaluar y clasificar los riesgos y oportunidades en la lucha contra el cambio climático.

En este sentido, para que la divulgación de la información se considere efectiva, debe cumplir una serie de principios básicos:

- La información a divulgar debe ser relevante, específica y completa, así como clara, equilibrada e inequívoca.
- La divulgación de información debe ser consistente en el tiempo, de tal manera que pueda ser comparable, a efectos de inferir la evolución de las métricas, y los avances realizados.
- En el mismo sentido, la información a divulgar debe ser comparable entre compañías de un mismo sector, o de una misma cartera de inversión.
- La información debe ser fiable y verificable de forma objetiva.

Todos estos principios básicos, aunque puedan parecer ambiguos, realmente incorporan entre todos ellos la filosofía básica que el Informe pretende que rijan la política de divulgación. No se trata tanto de marcar unas reglas estrictas de obligado cumplimiento, sino de instaurar la máxima transparencia para que los agentes interesados (inversores, principalmente) puedan discriminar entre entidades en función de unos parámetros comprensibles y comparables.

Tras casi dos años de intensos trabajos, incluyendo *focus groups*, encuentros, seminarios, y consultas públicas abiertas, el *Task Force* concluía hace apenas dos semanas su informe final, que era presentado por el presidente del FSB en la cumbre del G20 en Hamburgo los días 6 y 7 de julio.

Las recomendaciones giran en torno a cuatro ámbitos de la gestión empresarial, que deben ser objeto de divulgación (*disclosure*):

LECTURAS RECOMENDADAS

1. [Task Force on Climate-related Financial Disclosures](#)
2. [Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability](#) - discurso de Mark Carney
3. [Resolving the climate paradox](#) - discurso de Mark Carney
4. [Remarks on the launch of the Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures](#) - Mark Carney

• Gobernanza de las organizaciones con respecto a los riesgos y oportunidades asociados al cambio climático.

• Estrategia, en particular los impactos actuales y potenciales de esos riesgos y oportunidades sobre la empresa y la planificación financiera asociada.

• Gestión de riesgos, incluyendo su identificación, medición y gestión.

• Métricas y metas utilizadas para medir y gestionar esos riesgos.

Para cada uno de esos ámbitos, el informe desarrolla guías para la divulgación de información relevante, válidas para todos los sectores de actividad, así como algunas suplementarias para sectores especialmente sensibles, entre los que se incluye a bancos, aseguradoras, propietarios de activos, y gestores de activos.

Podría pensarse que la voluntariedad implícita en esas guías resta efectividad a la pretendida política de transparencia, pero nada más lejos de la realidad. De hecho, esa voluntariedad en la divulgación de riesgos financieros asociados al cambio climático hace del mismo un elemento diferenciador entre entidades, al tiempo que ayuda a incrementar el alineamiento de los inversores con el gobierno corporativo de las entidades en temas relacionados con el cambio climático.

Los agentes financieros necesitan información para poder valorar el riesgo y oportunidad asociado tanto a la exigencia de adaptación ante un escenario cada vez más volátil y adverso como por la necesidad de transición hacia una economía baja en carbono que será disruptiva para muchos sectores y empresas. Las entidades que no participen, o lo hagan en menor medida de estas medidas, quedarán retratadas y seguramente señalizadas de forma negativa ante ojos de sus inversores y prestamistas, perdiendo con ello capacidad de actuación a futuro ::

Bienvenida Alianza Fintech Iberoamérica

La Alianza está integrada y presidida por la Asociación Española de FinTech e InsurTech (AEFI), Colombia FinTech, FinTech México, la Cámara Uruguaya de FinTech, FinTech Centro América y Caribe, Fintech Perú y espera contar con las asociaciones del resto de países de Latinoamérica.

Verónica López Sabater @vlopezsabater | Consultora sénior área Economía Aplicada de Afi
Irene Peña Cuenca @IrenePcuenca | Consultora sénior área Corporate Finance de Afi

Con el desarrollo del sector FinTech en la comunidad Iberoamericana y su proyección como hub de referencia en el ámbito internacional como objetivos fundacionales, la Asociación Española de FinTech e InsurTech (AEFI), Colombia FinTech, FinTech México, la Cámara Uruguaya de FinTech, FinTech Centro América y Caribe y FinTech Perú formalizaron su unión el pasado mes de junio en la Alianza FinTech IberoAmérica.

La Alianza busca establecer un espacio de colaboración para impulsar el emprendimiento, la competitividad y la inclusión financiera a través de la tecnología financiera, que da nombre al sector en que se enmarcan. La Presidencia ha sido asumida inicialmente por la Asociación Española de Fintech e Insurtech (AEAFI).

ECOSISTEMA FINTECH

Mucho antes de que el término fintech fuera acuñado –aún no recogido por la Real Academia Española– ya conocíamos y nos relacionábamos con soluciones financieras diseñadas y/o comercializadas por start ups ajenas al sector financiero.

Hoy estamos viviendo un momento de reconocimiento de su singularidad, dimensión y aportación de valor y bienestar a través de la adopción de regulación adaptada y su integración formal al conjunto de agentes que conforman el sistema financiero. La renovada Directiva de Servicios de Pago (PSD2 por sus siglas en inglés) es un ejemplo de este reconocimiento. La PSD2 es un paquete de innovación regulatoria que procura establecer reglas de juego en la Eurozona a un conjunto de prácticas ya existentes en el mercado de los pagos, surgidas fruto de la innovación tec-

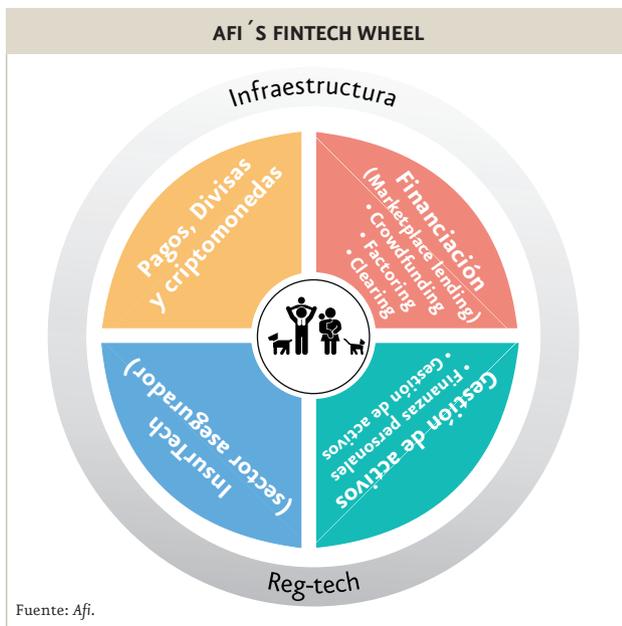


nológica aplicada a las finanzas por parte de start ups, que operaban al margen de las reglas de juego establecidas.

CATEGORIZACIÓN DE FINTECH

Aunque no existen límites definidos para la multitud de servicios y productos existentes en torno al ecosistema fintech, sí se pueden establecer cuatro grandes categorías en función de la finalidad principal de estos servicios.

- **Infraestructura:** Por infraestructura o tecnología nos referimos a los medios y sistemas que facilitan o regulan los flujos de financiación a través de canales digitales. Incluye mecanismos que facilitan la identidad, seguridad y privacidad de las operaciones digitales. La tecnología *blockchain*, contabilidad de registro distribuido o contabilidad pública de transac-



ciones de manera distribuida¹, es uno de los elementos que mayor interés ha despertado en el ámbito del sistema financiero por su potencial aplicación a distintos servicios.

- **Reg-tech:** Servicios, herramientas y mecanismos dirigidos al conjunto del sistema financiero para favorecer y simplificar el cumplimiento normativo –investment compliance, anti-blanqueo de capitales, monitorización de riesgos, reporting– de entidades, compañías e inversores.

- **Pagos, divisas y criptomonedas:** Una mayoría de agentes del ecosistema fintech, ya sea desde una lógica competitiva o cooperativa con los proveedores tradicionales de servicios de pago (entidades financieras), opera en el ámbito de las soluciones de pago digitales. Dentro de esta categorización, cabe destacar así mismo, la relevancia de las criptomonedas cuyo máximo exponente es *bitcoin*, primera aplicación práctica de la tecnología *blockchain*. Las expectativas que la tecnología en torno a estas monedas ha despertado ha provocado que algunas entidades se encuentren explorando casos de uso en asociación con fintech, aunque hoy en día su presencia es aún de nicho, al menos en transacciones de pago del ámbito legal, y su valoración ha estado sujeta a una fuerte volatilidad desde su aparición en 2009.

- **Financiación, Marketplaces o plataformas de financiación participativa:** Se definen como nuevos mercados que permiten conectar prestamistas o inversores con prestatarios directamente y sin intermediación de una tercera parte (trust financiero) aprovechando el desarrollo de innovaciones tecnológicas. Dentro de estas, se distinguen las que tienen balance y se dedican a la concesión de préstamos y las que han desarrollado una plataforma para poner en

contacto prestamistas y prestatarios cobrando algún tipo de comisión por el uso de este desarrollo tecnológico, siendo la segunda fórmula claramente predominante en el mercado actual. En España las plataformas de financiación participativa están reguladas por la Ley 5/2015.

A nivel internacional las principales plataformas de marketplace serían la inglesa Funding Circle, que facilita préstamos directos a pymes y Lending Club, compañía estadounidense líder en préstamos entre particulares. A modo de ejemplo, desde su creación en 2010 Funding Circle ha facilitado más de 2.000 millones de libras en financiación a más de 25.000 pymes.

- **Gestión de activos o *Wealth management*:** las nuevas herramientas de predictibilidad de mercado y avances tecnológicos han abierto la puerta de entrada a gestores y traders «low-cost» (*robo-advisors*) que permiten la creación de una nueva oferta de producto, incrementando la accesibilidad a este tipo de asesoramiento y productos de inversión al disminuir las comisiones. Se apoyan en el análisis científico de datos y el *big data* para implementar su estrategia de inversión. Este cambio de enfoque en el asesoramiento para la gestión de patrimonios se apoya, a su vez, en la llegada de los inversores *millennials*, mucho más habituados al uso del canal *online* para toda su operativa. Este nuevo *target* de mercado supone una oportunidad de alcanzar una nueva base inversora más joven y que ha mostrado una mayor preferencia por las estrategias de inversión pasivas.

- **Insurtech:** Bajo el término «Insurtech» se trata de englobar el efecto de la aplicación de tecnología para mejorar la eficiencia del sector asegurador e incluso permitir la comercialización de nuevos productos. En el mercado español el desarrollo de servicios Insurtech es de los que se está desarrollando más lentamente, sin embargo ya se están produciendo diferentes iniciativas por parte del sector en el ámbito Insurtech como, por ejemplo, la reciente entrada en el capital de Fintonic de la mutualidad de seguros PSN².

ANTEPROYECTO DE LEY DE TECNOLOGÍAS FINANCIERAS EN MÉXICO

La primera asociación de las integrantes en la Alianza que se constituyó fue Fintech México, en septiembre de 2015, y seguramente sea la primera que va a contar con un marco legal creado para su reconocimiento, regulación y supervisión. El anteproyecto de ley de Tecnologías Financieras ya se encuentra elaborado y en fases previas de aprobación en el Congreso de la República.

El texto recoge el reconocimiento, regulación y supervisión de cuatro nuevas figuras institucionales:

- **Instituciones electrónicas para la inversión de capital y financiamiento de proyectos productivos.**

- **Instituciones de fondos de pago electrónico** (emisores de dinero electrónico³).

- **Instituciones que facilitan el intercambio de activos virtuales.** Los activos virtuales, si bien serán definidos por el Banco de México, son representaciones de un valor digital verificable, que no se encuentran emitidos ni respaldados por ningún banco central o entidad financiera, es decir, que no tienen curso legal, y a pesar de eso, generan unidades para su intercambio debido a su aceptación por el público.

- **Empresas Innovadoras**, que podrán contar con una autorización temporal otorgada por la comisión supervisora competente de manera discrecional, con el propósito de probar sus modelos de negocio innovadores basados en tecnología en actividades financieras actualmente reguladas por alguna ley del sistema financiero vigente en un campo de experimentación o *Regulatory Sandbox (Sandbox)*. Se busca que estas Empresas Innovadoras otorguen sus servicios a un número reducido de clientes y por un tiempo limitado, establecido en disposiciones secundarias.

Reino Unido fue pionero en crear la figura del *Sandbox*, conocida y reivindicada en muchos mercados por el sector fintech. En España, la CNMV anunció el pasado mes de abril la próxima creación de un *Sandbox*, controlado y regulado, si bien sin fecha determinada de inauguración.

- El anteproyecto también permite que las entidades bancarias y las fintech compartan sus **API** (*Application Programming Interface*) bajo un enfoque de datos abiertos, sin que se tenga que violar el secreto bancario. Esta innovación es sin duda reminiscencia de la PSD2, en la que la autorización de los proveedores de servicios de pagos ajenos a la banca a acceder a los datos de las cuentas bancarias de los usuarios financieros –previa autorización expresa– es uno de los principales pilares de la Directiva.

La aprobación de esta Ley de Tecnologías Financieras requerirá modificar diversas leyes financieras y mercantiles mexicanas: Ley de Instituciones de Crédito, Ley del Mercado de Valores, Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, Ley para la Transparencia y Ordenamiento de los Servicios Financieros, Ley para Regular las Sociedades de Información Crediticia, Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros, Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, Ley de Firma Electrónica Avanzada, Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Ley Federal para la Prevención e Identificación de Operaciones con Recursos de Procedencia Ilícita, y la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito. Esta cadena de modificaciones legales permite dimensionar el reto regulatorio que supone la incorporación de la innovación financiera en las reglas de juego vigentes, y comprender por qué los procesos se alargan en el tiempo.

CREACIÓN DE NUEVAS ASOCIACIONES

Un año más tarde que la asociación mexicana, en 2016, nacieron la Asociación Española de FinTech e InsurTech (AEAFI), FinTech Centro América y Caribe, Fintech Perú y Colombia Fintech. La más reciente en constituirse ha sido la Cámara Uruguaya de Fintech, que llegó a principios de este año. Próximamente conoceremos del nacimiento de otras, como la de República Dominicana. Las asociaciones son en la mayor parte de los casos interlocutores acreditados ante la autoridad financiera para el inicio de diálogo de políticas públicas. Este ha sido el caso de Colombia Fintech, cuyo origen como asociación partió de una solicitud de la autoridad regulatoria (Unidad de Regulación Financiera del Ministerio de Hacienda Pública de Colombia) de contar con un único interlocutor representante del sector en el grupo de trabajo constituido para avanzar en la adecuación regulatoria de las fintech ::

¹ Ver artículo «Blockchain: ¿nuevo paradigma?» en el número 174 de esta revista.

² <http://www.psn.es/sala-de-prensa/comunicados/psn-entra-en-el-capital-de-fintonic/>

³ Valor monetario representado por un crédito exigible a su emisor, almacenado en un soporte electrónico o digital, cuyo valor es constante, denominado en la misma moneda (de curso legal) y equivalente a los fondos recibidos por el emisor contra su entrega.

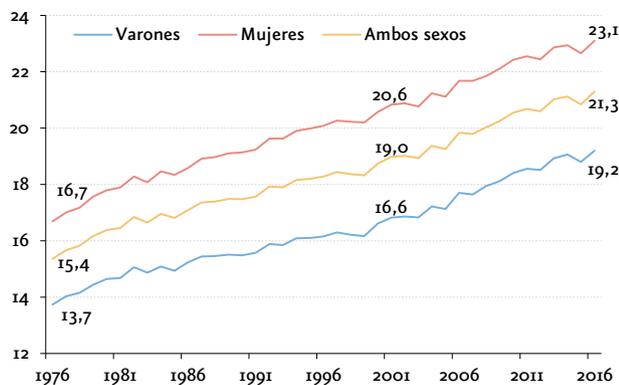
Treinta años de evolución en longevidad y pensiones

La evolución experimentada por la industria española de seguros y pensiones en las tres últimas décadas no ha estado exenta de desafíos. Uno de ellos surge de la constatación de que una creciente longevidad presenta a la vez oportunidades y riesgos para el sector. Especialmente en el marco de la planificación financiera del ahorro de una población que, como la española, ocupa el podio de la longevidad mundial.

Pablo Aumente @AumentePablo | Consultor sénior del área de Seguros de Afi

Los avances del sector sanitario y farmacéutico, unidos a la mejora en la calidad de vida, han propiciado una progresiva mejora de la esperanza de vida, esto es, el número promedio de años que se espera que vivan las personas nacidas el mismo año (generación), si los movimientos en la tasa de mortalidad se mantuvieran constantes. En España, la esperanza de vida al nacimiento alcanzó los 83,2 años en 2016, según las Tablas de mortalidad que publica el Instituto Nacional de Estadística (INE). Por sexo, en los hombres alcanzó los 80,4 años (0,5 más que en 2015) y en las mujeres se situó en 85,9 años (0,5 más). Unos datos que sitúan a **España en el exclusivo grupo de países**

Evolución de la esperanza de vida a los 65 años en España, 1986-2016 (años)



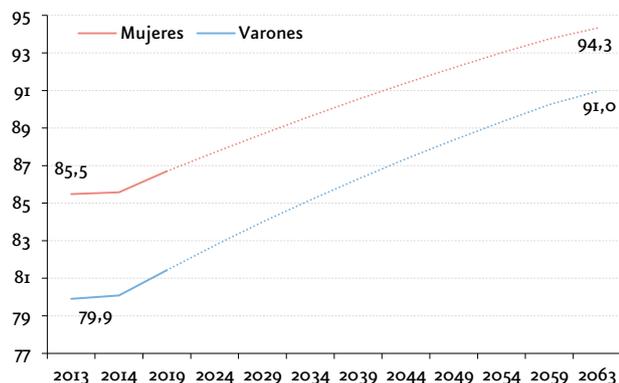
Fuente: INE.



más longevos del mundo junto con Japón, Suiza y Singapur¹.

El aspecto clave en la evolución de las últimas décadas ha sido la mejora de las expectativas de vida en las personas de edad madura y avanzada. La reducción sostenida de la tasa de mortalidad en esas edades ha permitido que aumente el número de estas personas en el conjunto de la población, siendo bastante superior el número de mujeres que alcanzan una edad avanzada. De acuerdo a las condiciones de

Proyecciones de la esperanza de vida en España al nacimiento (años)



Fuente: INE.

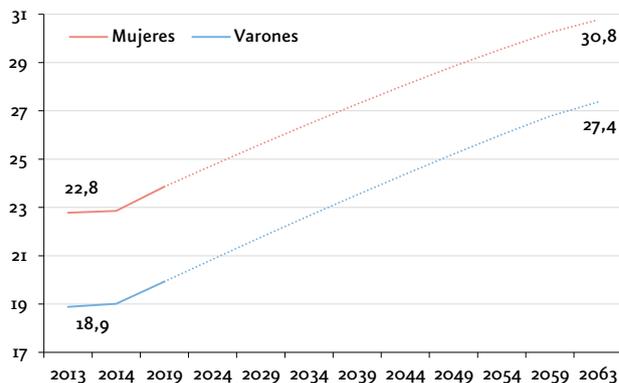
mortalidad del momento, una persona que alcanzara los 65 años en 2016 esperaría vivir, de media, 19,2 años más si es hombre y 23,1 más si es mujer. Y es que **en las tres últimas décadas, la esperanza de vida a los 65 años en España ha aumentado más de 5 años.**

Ello ha motivado que la población mayor de 85 años haya crecido en medio millón de personas en la última década (hasta contabilizar 1,3 millones de personas), y que el número de centenarios españoles haya aumentado a un ritmo del 10% anual, hasta aproximarse a las 14.000 personas. Una tendencia a la que se augura continuidad, de tal forma que las mujeres que en el año 2029 tengan 65 años vivirán en promedio 25,6 años más, y en el caso de los hombres 21,8 años más.

Además, **puede ocurrir que las personas vivan más de lo esperado**, desvirtuando la esperanza de vida. Surge entonces el **riesgo de longevidad**, es decir, el riesgo de que las personas vivan más de lo esperado y, por consiguiente, de que las reservas constituidas y/o recursos previstos para el pago de las pensiones (jubilación, viudedad, orfandad e invalidez) resulten insuficientes para su finalidad, al basarse en tablas de mortalidad con hipótesis de supervivencia inferiores a las reales. En este sentido, conviene recordar que la asunción del riesgo de longevidad recae sobre el Estado, los planes de pensiones de prestación definida y los proveedores de productos de vida-ahorro.

Si bien es siempre una buena noticia constatar el aumento de los años que un individuo espera vivir, desde el punto de vista socioeconómico, supone comprometer la edad de jubilación, el envejecimiento laboral y, en definitiva, el sostenimiento económico de la jubilación (también de la sanidad y la dependencia). Ello implica a su vez que **la Seguridad Social pagará las pensiones por jubilación durante más tiempo**, independientemente de los años cotizados

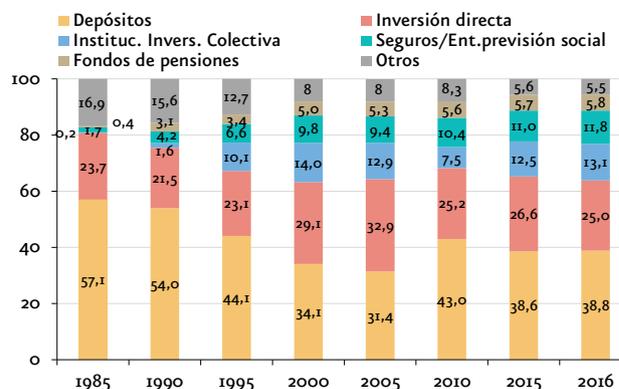
Proyecciones de la esperanza de vida en España a los 65 años (años)



Fuente: INE.

por cada uno de los ciudadanos, presionando al alza la bolsa de pensionistas. En este sentido, en los últimos diez años, el número de pensionistas se ha elevado en 1,3 millones de personas aproximadamente (+16,5%). Por consiguiente, para estabilizar el sistema se agudizará la **reducción de las cuantías de las pensiones públicas**², lo que hará cada vez más necesario contar con **mecanismos de ahorro complementario**. En este sentido, la industria aseguradora ofrece una amplia gama de productos, que en las tres últimas décadas han pasado de representar el 1,7% (1985) del ahorro financiero de las familias españolas, al 11,8% (2016). De igual manera, los **fondos de pensiones privados** también han experimentado un notable despegue durante el mismo periodo, tras haber acumulado más de 5 puntos porcentuales (en 2016 representaban el 5,8% del ahorro financiero de las familias frente al 0,4% de 1985).

Evolución del peso de seguros y fondos de pensiones privados en la composición del ahorro financiero de las familias españolas (%)



Fuente: INE.

En efecto, la industria de fondos de pensiones ha registrado un **crecimiento exponencial en las últimas décadas**. Partiendo de los años 90, el volumen de activos se ha multiplicado 33 veces, para situar el patrimonio atesorado por estos instrumentos en torno a 107 mil millones de euros a cierre de 2016. Esta evolución ha estado acompañada por el destacado incremento de cuentas partícipes³, que se han multiplicado 16 veces para contabilizar cerca de 10 millones; lo que ha duplicado el patrimonio medio por partícipe con respecto a los años 90.

En este contexto, dado que la tendencia de la pirámide poblacional es a invertirse (deteriorándose la tasa dependencia demográfica), los ingresos propor-

EVOLUCIÓN DE LA INDUSTRIA DE FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA, 1990 - 2016

	2013	1995	2000	2005	2010	2015	2016
Volumen de activos (mill. €)	3.214	12.822	37.860	72.910	84.750	104.518	106.839
Número de cuentas partícipes (miles)	628	1.796	4.939	9.326	10.829	9.968	9.927
Patrimonio medio (euros por partícipe)	5.118	7.139	7.666	7.818	7.826	10.486	10.762

Fuente: Afi a partir de INVERCO.

cionados por el sistema público serán cada vez menores, con lo que la **necesidad de complementar las pensiones públicas con ahorro privado** será cada vez mayor ::

¹ Foro Económico Mundial: [Informe Global de Competitividad 2016-2017](#).

² Las dos últimas reformas de las pensiones que entraron en vigor el 1 de enero de 2013 y 2014, respectivamente, han introducido relevantes cambios en los requisitos de elegibilidad y en el cálculo y actualización de las pensiones que, por lo general, conllevarán una cierta caída de la pensión esperada en relación al salario previo a la jubilación.

³ Téngase en cuenta que un mismo partícipe puede ser titular de varias cuentas al mismo tiempo.



«Tanto Uber como Airbnb persiguen movilizar estos activos infrautilizados a lo largo y ancho del mundo.»

Uber versus Airbnb

Uber y Airbnb son las puntas de lanza de la economía compartida. Se trata de empresas de reciente creación, que cuentan con bases de clientes millonarias y están valoradas en decenas de miles de millones de dólares. La economía compartida tiene por finalidad eliminar las ineficiencias y las rigideces de oferta en dos sectores clave, el transporte de pasajeros en medios urbanos y la hospitalidad. Ninguno de los dos ha sido objeto de grandes cambios en las últimas décadas. En los dos se vienen produciendo grandes controversias, tensiones, e incluso conflictos debido a la irrupción de estas y otras empresas tecnológicas.

Se calcula que solamente empleamos el automóvil un 8 por ciento del tiempo. Mucha gente -especialmente los mayores de 60 años- cuentan con espacio en su hogar que no emplean a diario. Tanto Uber como Airbnb persiguen movilizar estos activos infrautilizados a lo largo y ancho del mundo, y operan en docenas de países. Han conseguido atraer cifras millonarias de capital riesgo.

Pero he aquí la principal diferencia entre las dos: mientras que Airbnb ha conseguido establecer una relación fructífera con los entes reguladores en la mayoría de los países y ciudades en los que opera, Uber ha seguido una estrategia de confrontación que le ha obligado a poner fin a su presencia en muchas ciudades. El secreto de Airbnb consiste en colaborar con las autoridades y recaudar los impuestos requeridos. La empresa identifica a personas del gobierno que son favora-

bles a la innovación tecnológica y trabaja con ellos para lograr llegar a acuerdos.

Evidentemente, Uber y Airbnb se enfrentan a dos situaciones diferentes. Mientras que la competencia de Airbnb son las cadenas hoteleras, la de Uber son los propietarios de licencias de taxi, que ven su inversión peligrar. Con la salida de su fundador y principal ejecutivo, se espera que Uber cambie su actitud y busque llegar a acuerdos con los entes reguladores tanto a nivel local como nacional.

No cabe duda de que la nueva economía creará muchos puestos de trabajo y también destruirá otros tantos. El problema consiste en que las personas que pierden su empleo no lo recuperan en idénticas condiciones en otra parte de la economía. Uber además amenaza la inversión de trabajadores autónomos. No cabe duda de que la estructura cuasi-gremial del sector no es la mejor para ofrecer un servicio de calidad. Pero como en todo caso de cambio tecnológico, es mucho más conveniente encontrar fórmulas de acuerdo que irrumpir por la fuerza.

Al fin y al cabo, la oleada de innovación tecnológica que se avecina traerá grandes avances, y también permitirá reducir costes y añadir valor al cliente. Políticamente, habrá grupos de interés que se vean perjudicados y otros que se beneficiarán. En cualquier caso, el sector del transporte en vehículos de turismo va a transformarse con la generalización del coche eléctrico y de la conducción automatizada. La economía compartida solamente añadirá otra vertiente más a esa nueva trayectoria ::

MAURO F. GUILLÉN es director del Lauder Institute y catedrático de Dirección Internacional de Empresa en la Wharton School, así como miembro del Consejo Académico de Afi Escuela de Finanzas Aplicadas.
Twitter: @MauroFGuillen



«¿Qué podría provocar una corrección intensa en los mercados? Conviene echar un vistazo a aquellas áreas o variables que impliquen riesgos de cola»

Valoraciones ajustadas, ciclo más robusto

La actualización de verano del *World Economic Outlook* (WEO) del Fondo Monetario Internacional pone de manifiesto, como es habitual con cierto retraso, lo que el conjunto de analistas ya había concluido en los últimos meses: la creciente solidez de la recuperación cíclica (*A firming recovery*) en un entorno de menores -aunque aún relevantes- riesgos.

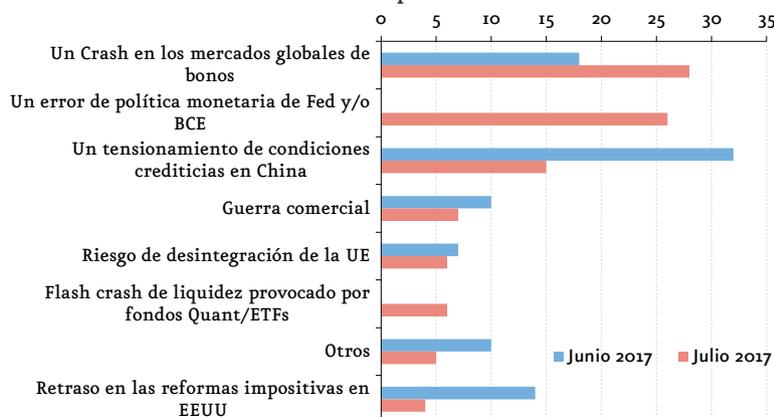
Dos son los elementos principales de la revisión del panorama económico mundial realizada por el FMI. Por un lado, la rebaja en el crecimiento esperado para el PIB de EEUU en 2017 y 2018 (del 2,3% y 2,5% al 2,1% y 2,1% respectivamente), motivada en gran medida

crecimiento esperado para la Eurozona, que podría quedarse corta de mantenerse en la segunda mitad del ejercicio el ritmo de crecimiento del PIB de los primeros dos trimestres del año. Por lo demás, pequeños ajustes al alza en el crecimiento de China, país sobre el que el Fondo se muestra escéptico a medio plazo dado el creciente apalancamiento sobre el que basa su expansión; y en economías emergentes, sobre todo en Latinoamérica, gracias a la salida de la recesión experimentada por Brasil y Argentina.

Por su cercanía a las actuales previsiones del consenso de analistas, las del FMI apenas añaden información relevante. Son una confirmación bienvenida. Quizás, lo más significativo de la actualización de verano del WEO sea, por un lado, las alusiones a los riesgos latentes a los que se enfrenta la economía mundial en los próximos trimestres y, por otro, las recomendaciones de mantenimiento de un mix de política fiscal y monetaria suficientemente acomodaticia para fomentar un mayor asentamiento de la recuperación.

Entre los riesgos, se reducen en cierta medida aquellos relacionados con la geopolítica -sobre todo en Europa- y de carácter cortoplacista, y sube en el escalafón la combinación de altas valoraciones en los mercados financieros con volatilidades deprimidas e incertidumbre elevada. Esta combinación, ante la materialización

Encuesta global a gestores de fondos sobre riesgos de cola: ¿Cuál de los siguientes considera el mayor «riesgo de cola»? Julio 2017 (% de respuestas)



Fuente: BofAML.

JOSÉ MANUEL AMOR es socio, director de Análisis Económico y de Mercados de Afi. Twitter: @JMAafi

por la ausencia de materialización del impulso fiscal prometido por Trump. Por otro lado, la revisión al alza del

de un evento de riesgo, podría derivar en una corrección intensa en los mercados financieros con implicaciones negativas en materia de confianza de los agentes y, por ende, en la demanda agregada y las perspectivas para el avance de la actividad.

Un vistazo a los rendimientos acumulados en los primeros siete meses del año en los mercados financieros refleja una evolución especialmente alcista en la renta variable desarrollada y de economías emergentes (cerca al 15% para las primeras, y al 25% para las segundas). Las revalorizaciones en renta variable, si bien vienen acompañadas de una revisión al alza de expectativas de beneficios empresariales, se producen en un entorno de expansión de múltiplos de valoración (PER o *price to earnings ratio*) que nos sitúa, según el índice, en niveles superiores a sus medias históricas. Por otro lado, se observan retornos muy significativos en estrategias de *carry trade* en divisas de varios de estos últimos países, consistente en financiarse en una divisa que se deprecia y tiene tipos de financiación muy bajos (por ejemplo, el yen japonés), para invertir en activos en otra divisa con tipos a corto más elevados y en tendencia apreciadora (por ejemplo, el peso mexicano).

¿Qué podría provocar una corrección intensa en los mercados? Para responder a esta pregunta, conviene echar un vistazo a aquellas áreas o variables que impliquen riesgos «de cola», es decir, aquellos cuya probabilidad de ocurrencia es baja pero sus efectos potencialmente muy intensos. Como pone de manifiesto la última encuesta global a gestores de fondos de inversión realizada por Bank of America Merrill Lynch (BoFAML), los dos riesgos que preocupan en mayor medida al inicio del verano son, por un lado, un *shock* en los mercados de bonos y, por otro, un error de política monetaria por parte de la Fed y/o el BCE, entendido como un rápido tensionamiento de la misma y el abandono de condiciones monetarias acomodaticias en un entorno de aún muy reducida presión inflacionista. Ambas variables están íntimamente relacionadas con otro de los elementos de riesgo, si bien menor, citado por los gestores de fondos: una intensa y rápida reducción de la liquidez en el mercado provocada por una reversión sincronizada de posiciones en fondos de carácter y gestión cuantitativa (al estilo de la *vivida* en el verano de 2015) ::



«Hoy no es extraño que muchos reguladores en todos los ámbitos de la política pública se ayuden de software que automatiza una porción cada vez mayor de sus cometidos.»

Robots VII: los robots y la regulación de la economía

Quizá no hayan reparado en ello, pero el tráfico lleva muchas décadas siendo regulado por robots. Es decir, muy primitivos, asistidos por humanos y sin capacidad para «tomar decisiones». Bueno, hasta hace poco por lo menos. A finales de 2013 se iniciaron en Kinsasa, la capital de la República Democrática del Congo, las pruebas en calle del primer robot autónomo (físico, un «muñeco») para dirigir el tráfico local. Entre otras ventajas del nuevo policía del tráfico, se comentaba en el debate en su momento, se encuentra la de que este policía no puede ser sobornado. Si bien el inconveniente es que pueden atropellarlo a propósito para quitarlo de en medio. Este es un ejemplo relevante de cómo una regulación tan sensible y determinante para la eficacia global de una gran ciudad puede ir encomendándose paulatinamente a las máquinas dotadas de inteligencia... artificial claro, que es la buena.

Pero cuando hablamos de regulación económica pensamos en casos como el de la defensa de la competencia o la regulación de los mercados y nos cuesta imaginar que instituciones como un banco central o un regulador bursátil puedan ser reemplazados por una máquina. Por dos tipos de razones.

Unas, más débiles, en mi opinión, que girarían alrededor de la idea de que estas instituciones concentran un capital humano de gran calidad, expe-

riencia y talento que no es fácil de reemplazar por una máquina. Ya que, entre otras cosas, su tarea requiere discernimiento de la situación pasada, presente y futura de la economía, ponderación de imponderables y juicios basados en valores.

La otra categoría de razones giraría en torno al hecho apenas contestado de que este tipo de reguladores son en el fondo monopolistas «naturales» de la capacidad que ejercen, sea esta crear dinero, regular los sistemas de pagos o supervisar a los agentes de los mercados. En el fondo, ¿quién puede crear dinero si no es un Banco Central? Bueno, pues cualquiera puede crear dinero. Es decir, cualquiera que tenga autorización para captar depósitos (o equivalentes) y conceder crédito y, lo hemos visto, puede hacerlo con mayor o menor discernimiento.

Pero una máquina también puede crear dinero y regular su emisión y circulación tan bien como un monopolista natural. De hecho, más exactamente que este. Y eso lo saben bien los grandes banqueros centrales y los expertos en el tema. Bitcoin y sus equivalentes, y la tecnología que les subyace a todos (la *blockchain*), son un ejemplo de ello.

El camino que lleva de la asunción por parte de los robots de decisiones sencillas, como cambiar la frecuencia de los semáforos, a la asunción de las decisiones más complejas tanto desde el punto de vista técnico como «mo-

JOSÉ ANTONIO HERCE es director asociado de Afi.
Twitter: @_Herce

ral», tales como la autorización de sustancias químicas potencialmente peligrosas, la puesta en libertad de criminales reincidentes o las sanciones a quienes violen las reglas de defensa de la competencia, está ya desbrozado y se pavimentan nuevos tramos del mismo cada día.

Así, hoy no es extraño que muchos reguladores en todos los ámbitos de la política pública se ayuden de software que automatiza una porción cada vez mayor de sus cometidos, incluidas decisiones intermedias, aunque la decisión final corresponda todavía a los inspectores, jueces o magistrados que deben aplicar las reglas establecidas a los agentes económicos regulados sean estos individuos, empresas u otras organizaciones.

La regulación económica es pues susceptible de automatización en buena y creciente medida gracias

a la expansión de los datos, la capacidad de transmisión y tratamiento de los mismos, que es crucial, y los avances en todas las dimensiones de la Inteligencia Artificial y sus disciplinas aledañas (*natural language* y *machine learning*). Y ello está sucediendo ahora.

El avance en esta materia es bueno para limitar el margen de error humano y, de esta forma, afinar el tiro regulatorio mejorando el bienestar de todos. También es bueno para ahorrar costes en los procesos regulatorios. Finalmente, piénsese en la frustración que causa la resistencia inercial, puramente antropogénica, al cambio regulatorio y a la liberalización de grandes sectores productivos. La intervención de los robots sería decisiva para acelerar los procesos en ausencia de los sesgos humanos que entorpecen el progreso en estos procesos, liberando así un enorme valor potencial para la sociedad ::



«Que hasta el momento no se hayan visto afectados esos flujos y activos, incluso por la deprecación del tipo de cambio de la libra, no quiere decir que no ocurra en el futuro próximo.»

Vulnerabilidad (actualizada) a Reino Unido

Teníamos claro desde un principio cuáles eran las vías de exposición de la economía española a la definitiva concreción del Brexit. Las exportaciones de bienes, de servicios y el stock de inversión directa de las empresas españolas en ese país han crecido de forma significativa en la última década para asumir con inquietud ese desenlace. Es verdad que desde la celebración del referéndum las previsiones más aciagas sobre el comportamiento de esa economía no se han cumplido. El crecimiento de la economía británica se ha mantenido a un ritmo aceptable, probablemente gracias al tono adaptativo de la política monetaria del Banco de Inglaterra, con lo que en este año el PIB de esa economía podrá cre-

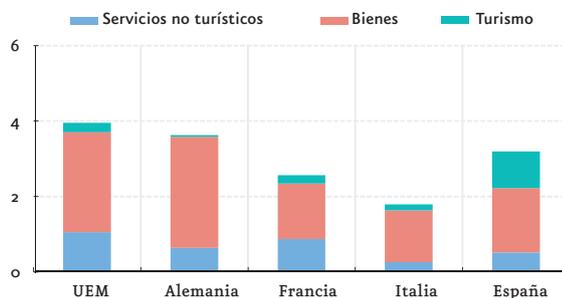
O si, como algunos optimistas confían, esa decisión puede ser objeto de reconsideración si los resultados de la negociación en curso son especialmente adversos para la economía británica.

Ahora, el Banco de España, en su último boletín económico, ha actualizado el valor de esos vínculos. Con independencia del escepticismo con que se contemple el desenlace final, todavía plagado de incertidumbre, conviene echarle un vistazo a esas cifras. No hace falta decir que estas se verán condicionadas en el futuro por el tipo y la cuantía de los aranceles que se lleguen a reestablecer u otros tipos de barreras al comercio.

El primero de los gráficos refleja la dependencia exportadora a Reino Unido de las principales economías de la UE. Con datos referidos a 2016, la española es la segunda economía más expuesta después de la alemana. En servicios, gracias al turismo, la economía española es la principal exportadora. Que hasta el momento no se hayan visto afectados esos flujos y activos, incluso por la deprecación del tipo de cambio de la libra, no quiere decir que no ocurra en el futuro próximo. El valor nominal de las exportaciones seguirá muy dependiente de esas variaciones en el precio del euro en esterlinas, que acabará obligando a un sacrificio de márgenes de las empresas exportadoras si no se quiere reducir cuotas de mercado.

Las importaciones provenientes de Reino Unido han registrado una des-

Exportaciones de bienes y servicios al Reino Unido. 2016 (% del PIB)

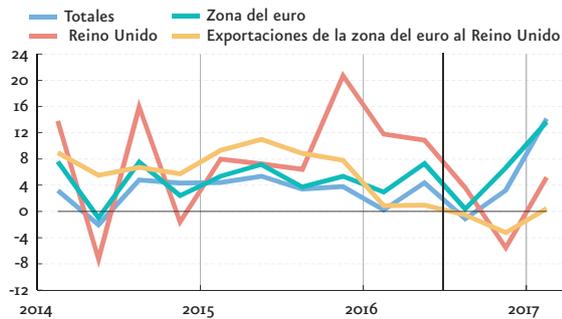


Fuente: Banco de España.

cer un 2%. Lo único observado ha sido una marcada depreciación de la libra esterlina. Cuestión distinta es lo que ocurra en los próximos meses, con una estrecha dependencia de cómo se desarrollen las negociaciones de salida.

EMILIO ONTIVEROS es presidente de Afi y catedrático de Economía de la Empresa de la UAM. Twitter: @ontiverosemilio

Exportaciones nominales de bienes de España (tasas de variación interanual, %)

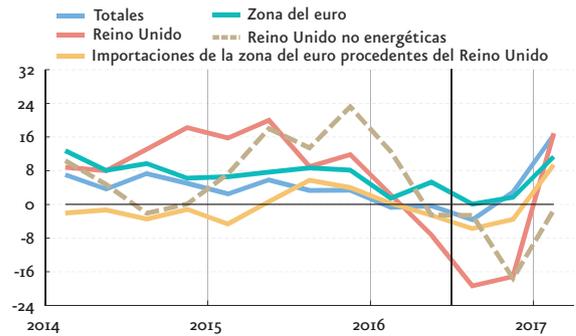


Fuente: Banco de España.

aceleración en los últimos doce meses. Frente al crecimiento de casi el 14% en 2015, en la segunda mitad de 2016 se observa una contracción del 18%, seguramente muy determinado por las importaciones energéticas, muy influenciadas en valor por las caídas en los precios de los hidrocarburos. El comportamiento contrario de esos precios explicaría el repunte importador en el primer cuatrimestre de este año.

Uno de los elementos más sensibles en esas relaciones bilaterales es el sector turístico. La depreciación de la libra influyó poco, si es que lo hizo, el pasado año. Los británicos siguen siendo los principales visitantes extranjeros: 23,6% del total, 17,8 millones el año pasado, un 12,5% más que en el 2015. Dado que el gasto medio de los británicos es inferior al conjunto, los ingresos generados serían cercanos a los 16.000 millones de euros, también algo más que el año pasado, y representan un 21% del total. Los datos dis-

Importaciones nominales de bienes de España (tasas de variación interanual, %)



Fuente: Banco de España.

ponibles del inicio de 2017 siguen siendo expresivos de la preferencia de los británicos por nuestros destinos y, lo que es más importante, el gasto medio parece aumentar respecto al año pasado. Mientras la aglomeración no deteriore la calidad y los destinos alternativos a los españoles sigan ofreciendo más riesgo, España seguirá poniendo en valor ese binomio sol-playa, para nada incompatible con la promoción de otros atractivos de mayor valor añadido que pueden contribuir al aumento del ingreso medio por visitante.

La continuidad de todo lo anterior va a depender del curso que tomen las negociaciones recién iniciadas entre la Comisión Europea y las autoridades británicas. No es fácil, con la información disponible, anticipar desenlaces. De lo que sí podemos estar seguros es que nuestra balanza de pagos será una de las más sensibles a las habilidades negociadoras de unos y otros ::

