

 **empresa global**

 **Afi**

180

Febrero 2018

Movilidad y recursos comunes

**Cumplimiento normativo:
¿avanzamos hacia modelos de externalización?**

El papel del «data» en un entorno real

Nuevos modelos de negocio

Europa, nuestro contexto y pretexto

ESTRATEGIA GLOBAL

El misterio de los libros digitales

LA FIRMA DE MERCADOS

Claves en la debilidad del dólar

HOMO OECONOMICUS

Pensiones II: una fórmula sorprendente

PASEO GLOBAL

Las finanzas sostenibles en la Unión de los Mercados de Capitales





Empresa Global

Nº 180 (febrero 2018)

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
@Afi_es

DIRECCIÓN

Silvia Meattini

EDICIÓN

Verónica López Sabater

COLABORAN EN ESTE NÚMERO

José Manuel Amor, Lucía Ayllón, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Pablo Hernández, Verónica López, Daniel Manzano, Emilio Ontiveros, Federica Troiano, Fernando Rojas y Francisco J. Valero

CONSEJO DE REDACCIÓN

Emilio Ontiveros
Diego Vizcaíno, Verónica López, Daniel Fuentes, José Manuel Rodríguez, Ricardo Pedraz, Carmen López, 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

Gobernanza sostenible

Dedicamos la portada del número de febrero de Empresa Global a la movilidad y la gestión de los recursos comunes. Desde la publicación de *Tragedy of the commons* de Garrett Hardin en 1968, el debate y el dilema entre libertad y responsabilidad en el uso y disfrute de los espacios comunes y del medio ambiente siguen vigentes. Las ciudades atascadas y la contaminación del aire que a diario padecemos nos obligan a reflexionar sobre cómo podemos evitar que los individuos, actuando racionalmente en su propio interés, destruyan en última instancia los bienes públicos. Una cuarta parte de la energía que consumimos se atribuye al transporte, que también es responsable de un consumo voraz del tiempo de los viajeros. Los autores, Verónica López y Pablo Hernández, analizan la cuestión y nos explican por qué mejorar la movilidad urbana ha de ser una prioridad de cualquier buen gobierno.

Además, le dedicamos espacio al cumplimiento normativo, una función clave en las entidades financieras. El entorno de control se ha endurecido notablemente en los últimos años y las entidades financieras deben contar con unidades independientes de cumplimiento normativo encargadas de controlar y detectar las posibles deficiencias en el cumplimiento de sus obligaciones. Os contamos cómo muchas entidades han recurrido a la externalización de dichas funciones.

La sección Escuela nos ofrece una mirada hacia la aplicación del *Data Science* y la demanda de profesionales expertos en el entorno laboral.

Analizamos también los nuevos modelos de negocio y los retos a los que se enfrenta la banca tradicional: ofrecer una mejor experiencia al cliente, saber aprovechar las nuevas tecnologías y la digitalización, y hacer frente a los nuevos competidores *fintech* son algunos de los ámbitos en los que trabajan las entidades para no perder su cuota de mercado.

En la sección 30 años de economía, con la mirada puesta hacia el futuro, repasamos el papel que ha desempeñado Europa en el desarrollo político, jurídico y económico de España.

Y, para terminar, las tribunas nos ilustran, como cada mes, sobre temas que seguro son de interés de nuestros lectores: Mauro Guillen desvela el misterio de los libros digitales, que no consiguen todavía, en contra de muchos pronósticos, hacer perder terreno al tan querido libro impreso. En cuanto a los mercados, José Manuel Amor nos da las claves de la debilidad del dólar. La serie sobre pensiones de José Antonio Herce nos ayuda a entender uno de los debates más importantes de la agenda política actual. Finalmente, Emilio Ontiveros realiza una panorámica, tanto interesante como necesaria hoy día, sobre las finanzas sostenibles y verdes en la Unión del Mercado de Capitales ::

La Directora

TEMA DE PORTADA

Movilidad y recursos comunes

El problema del binomio movilidad-contaminación tiene su origen en el clásico dilema que supone la gestión de los bienes comunales. Regulación y tecnología disponen en la actualidad de herramientas para lograr que la demanda de movilidad se ajuste a las restricciones que nos imponen estos dos recursos.

Pag. 3



PERSPECTIVAS

Cumplimiento normativo: ¿avanzamos hacia modelos de externalización?

La primera Directiva MiFID sentó ya en 2004 las bases de la cultura de control y de cumplimiento normativo en el sector financiero español. Además, MiFID II entró en vigor el pasado 3 de enero.

Pag. 5



ESCUELA

El papel del «data» en un entorno real

En el informe sobre el trabajo del futuro del observatorio ADEL, iniciativa de Google, Afi y el Instituto de Economía de la Universidad de Alicante, se profundiza en las repercusiones de la llamada cuarta revolución industrial.

Pag. 7



TECNOLOGÍA

Nuevos modelos de negocio

Mejorar la relación con el cliente y saber aprovechar las oportunidades que ofrecen las nuevas tecnologías de la información y la digitalización, son los grandes desafíos que deberán afrontar en los próximos años todas las instituciones de crédito.

Pag. 9



30 AÑOS DE ECONOMÍA

Europa, nuestro contexto y pretexto

Europa viene siendo desde hace tiempo contexto y pretexto para nuestro país, y no sólo en lo que se refiere a la economía y las finanzas, sino en los ámbitos político y social.

Pag. 13



ESTRATEGIA GLOBAL

El misterio de los libros digitales

MAURO GUILLÉN

Pag. 15



LA FIRMA DE MERCADOS

Claves en la debilidad del dólar

JOSÉ MANUEL AMOR

Pag. 17



HOMO OECONOMICUS

Pensiones II: una fórmula sorprendente

JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 19



PASEO GLOBAL

Las finanzas sostenibles en la Unión de los Mercados de Capitales

EMILIO ONTIVEROS

Pag. 21





Movilidad y recursos comunes

[iStock]/Thinkstock

El problema del binomio movilidad-contaminación tiene su origen en el clásico dilema que supone la gestión de los bienes comunales. Tanto la regulación como la tecnología disponen en la actualidad de herramientas con las que lograr que la demanda de movilidad se ajuste a las restricciones que nos imponen estos dos recursos comunes, hoy claramente sobreexplotados.

Verónica López @Vlopezsabater | Consultora sénior del área de Economía Aplicada de Afi
Pablo Hernández | Consultor sénior del área de Economía Aplicada de Afi

En los últimos años, **la gestión de la movilidad urbana ha adquirido un papel prioritario en las agendas de los decisores públicos** ante la escalada de los niveles de contaminación del aire y la congestión de las vías urbanas. Los distintos ayuntamientos de las principales urbes han desplegado medidas para tratar de contener estas dinámicas, bajo la premisa de alcanzar un estándar de «movilidad urbana sostenible», eslogan que encarna la inclusión del respeto al medio ambiente en la ecuación que debe resolver de manera óptima la oferta y la demanda de transporte urbano.

Indudablemente, el grado de sensibilidad de la opinión pública también se ha acrecentado en este tiempo, por diversos motivos. Entre ellos cabe destacar la propagación de la información en las redes sociales y el universo mediático, así como la oportunidad que ofrecen asuntos de esta índole para verter críticas a los gestores públicos con independencia (o no) de su signo. En efecto,

las medidas implementadas –como las restricciones a la circulación de vehículos particulares, o la reducción de la velocidad en determinadas vías– así como las soluciones que deberían explorarse, han suscitado un amplio debate público.

Si bien el consenso sobre cómo afrontar este problema se encuentra lejos de alcanzarse –más bien cerca de encarnizarse– el diagnóstico es más unánime: **las ciudades adolecen de un uso abusivo del vehículo particular**, principal productor de gases efecto invernadero en las ciudades que derivan en un grave perjuicio para el aire que respiramos. El coche particular es, además, responsable de más de un 60% de las emisiones de gases NOx en entornos urbanos. El respaldo científico es también concluyente, a juzgar por la acumulación de evidencias que vinculan la calidad del aire con la probabilidad de muerte prematura y otros problemas de salud pública (patologías respiratorias, cardíacas, dermatológicas, así como enfer-

medades crónicas, con especial incidencia en colectivos más vulnerables, como niños y ancianos). A título ilustrativo, la Organización Mundial de la Salud señala que la exposición al aire contaminado es la causa de muerte de 7.000 personas al año en España. En este sentido, la pérdida de valor del entorno que compartimos y sus consecuencias sobre los propios humanos es un problema común, pues quienes habitamos o transitamos en las ciudades somos en mayor o menor medida tributarios de las mismas.

El problema del binomio movilidad-contaminación tiene su origen en el clásico dilema que supone la gestión de los bienes comunales. Las vías urbanas congestionadas y el aire constituyen ejemplos canónicos de **recursos comunes**. En ambos casos es **imposible la exclusión**, al no existir, por lo general, peajes que limiten el acceso a la circulación, ni tampoco a respirar (afortunadamente). Sin embargo, son **rivales** en el consumo, puesto que el uso por parte de un usuario reduce su disponibilidad para el resto. En el caso de las vías urbanas, la sobreexplotación –congestión– tiene como consecuencia la pérdida de valor de la infraestructura, que alcanza el valor cero cuando los individuos no pueden satisfacer su viaje por los atascos, o incluso negativo, cuando se eleva, por ejemplo, la probabilidad de accidente o siniestro. En el caso del aire, cuando su pureza se reduce como consecuencia del abuso humano en forma de emisiones, su utilidad colectiva tiende a disminuir como consecuencia de los gases inherentes a la combustión de fuentes fósiles.

Así pues, **la libertad de acceso y el legítimo interés privado de uso y disfrute pueden dar lugar a una solución colectiva que destruye el valor del recurso común**, aunque ésta solución a priori no sea preferida por ninguno de los agentes. Y la razón es que los usuarios no tienen en cuenta el coste que imponen al resto de la comunidad al agotar estos recursos para quienes también pretenden disfrutarlo. Es decir, cuando cada individuo genera una externalidad al resto por el agotamiento del recurso (consecuencia de la rivalidad), la suma de todas ellas reduce el valor del recurso común en cuestión o lo agota.

Tanto la regulación como la tecnología disponen en la actualidad de herramientas con las que lograr que la demanda de movilidad se ajuste a las restricciones que nos imponen estos dos recursos comunes, hoy claramente sobreexplotados. A priori, parecería trivial encontrar una combinación de medidas para atajar el problema de la congestión y de contaminación del aire. No parece, sin embargo, que en el curso de estos años se hayan encontrado soluciones efectivas como la que en su día representó la iniciativa del «carné por puntos», diseñada para mitigar una externalidad de consecuencias devastadoras: las infracciones y, especialmente, los accidentes de tráfico. Uno de los problemas a los que se enfrenta el gestor público, que teóricamente debe velar exclusivamente por maximizar el bienestar de los ciudadanos, es que ha de

conciliar diferentes intereses que en ocasiones son irreconciliables. El primero el suyo propio, a veces capturado por los intereses de grupos de presión (el taxi es un buen ejemplo). En otras ocasiones, resulta presa de su reputación electoral cuando las políticas a implementar son consideradas impopulares.

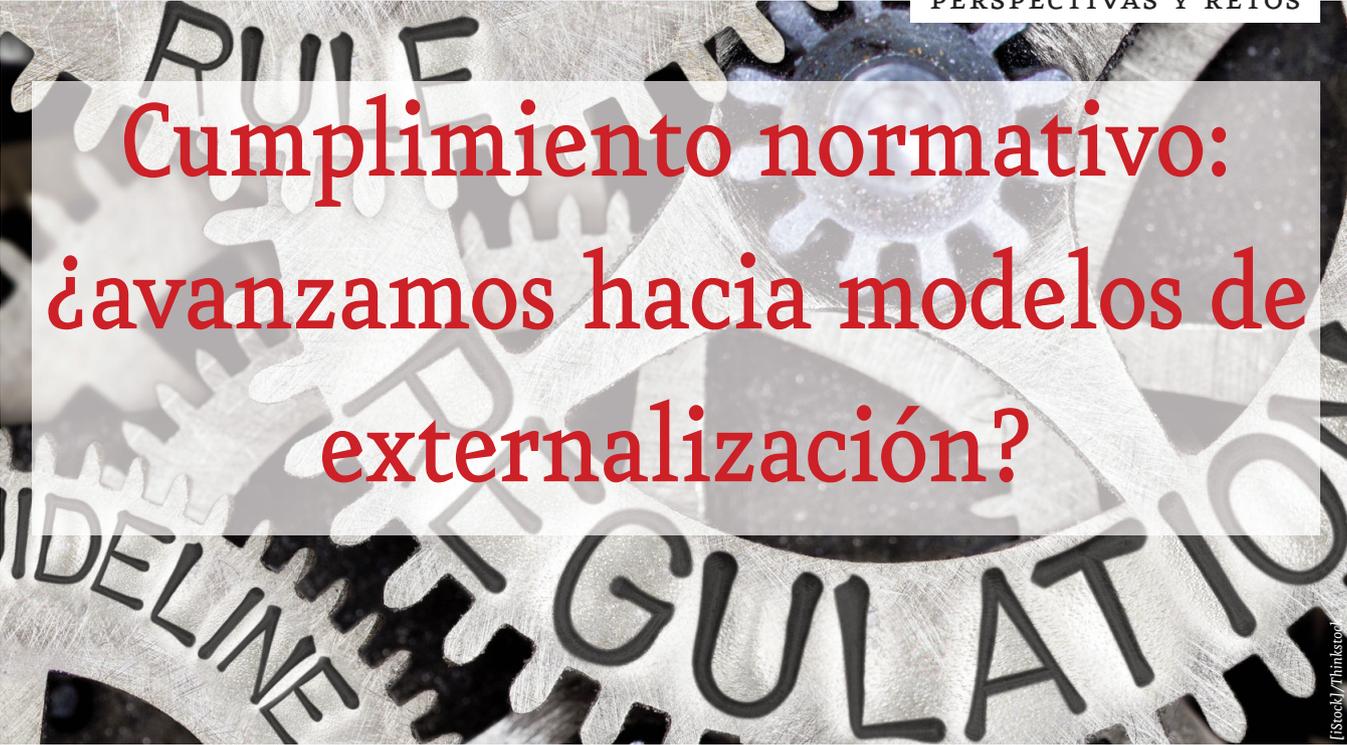
Por el lado de la regulación, las medidas que asignan un **precio** a los recursos comunes, y que por tanto afectan a la condición de no discriminación o de no exclusión, permiten convertirlos en bienes privados. Al ser bienes que tienen un coste marginal de producción decreciente o incluso nulo –el coste de añadir un usuario más a una infraestructura no saturada es cero– normalmente las tarifas de uso se fijan «como si» fuesen las de un mercado competitivo que ha internalizado por completo las externalidades. En el caso de las tarifas de infraestructura, la experiencia señala a los peajes urbanos como el instrumento de discriminación más efectivo. En el del aire, el precio de contaminar se fijaría a través de impuestos a la quema de combustibles fósiles.

Sin embargo, estas políticas tienen un marcado carácter regresivo, en la medida en que limitan el acceso a una parte de la demanda que no dispone de recursos a un bien esencial, que es la movilidad. Por consiguiente, la solución no puede consistir únicamente en restringir el uso por motivos de renta, sino que deben instrumentarse otras políticas simultáneamente que permitan paliar este problema. Por ejemplo, destinar mayores recursos a la promoción y el fortalecimiento de la red de transporte público (una fuente de transferencia de recursos puede ser directamente la recaudación por peajes e impuestos al carbono) como incentivo adicional a la sustitución del vehículo privado de uso particular por modos alternativos. Es decir, centrar esfuerzos en mejorar la red con medidas que pueden incluir desde su gratuidad (como ya lo es en otras ciudades) y solventar brechas que existen hoy, como la insuficiencia de frecuencias, la escasez de vías exclusivas, de billetes integrados, de aparcamientos disuasorios, o de cobertura de la última milla en origen y destino, etc.

Asimismo, **la tecnología ha dispuesto nuevos desarrollos digitales** que permiten compartir viajes de manera sencilla y ágil (*carpooling*), y reducir el problema de acceso que marcan los peajes al reducir el coste unitario de viaje en vehículo particular o de servicio (taxi o VTC). Teniendo en cuenta que los vehículos están ociosos el 90% de su vida útil y que cubrir la última milla siempre va a requerir agentes privados, resulta más que razonable estudiar su autorización regulatoria para hacer más eficiente su uso.

A modo de reflexión final, como sociedad debemos plantearnos si es eficiente asignar más recursos a facilitar la libre circulación de vehículos particulares que a garantizar **el bienestar y la salud de las personas, que pasa inevitablemente por no agotar nuestros recursos comunes** ::

Cumplimiento normativo: ¿avanzamos hacia modelos de externalización?



Si bien la primera Directiva MiFID sentó ya en 2004 las bases de la cultura de control y de cumplimiento normativo en el sector financiero español, la entrada en vigor el pasado 3 de enero de MiFID II supone un escalón más, tanto en alcance como en grado de exigencia, para la función de cumplimiento normativo. En este contexto, ha comenzado a prestar sus servicios [Afin Compliance](#), compañía orientada a la prestación de servicios de apoyo o de externalización de esta función. Cuenta para ello con las capacidades y dilatada experiencia de [Afi](#) y [finReg360](#), y nace con el firme propósito adicional de aprovechar las ventajas que ofrece el nuevo entorno digital para la prestación de este servicio.

Daniel Manzano @dmanzano_afi | Presidente de Afi FinReg Compliance

MiFID II es el término de moda entre las entidades financieras, pero no es la única norma que resulta de aplicación, ni mucho menos. El entorno de control se ha endurecido muchísimo en los últimos años: las regulaciones de capital (Basilea, Solvencia, etc.), Transparencia Bancaria (crédito al consumo, crédito hipotecario), Circulares de Control Interno de la CNMV, Prevención del Blanqueo de Capitales o el nuevo Reglamento Europeo de Protección de Datos son algunos de los ejemplos de la extensa regulación a la que se encuentran sometidas las entidades financieras.

En esta situación de «hiperregulación», las entidades financieras deben contar con unidades independientes de cumplimiento normativo encargadas de controlar y detectar las posibles deficiencias de la

compañía en el cumplimiento de sus obligaciones. De TODAS ellas.

Estas unidades de cumplimiento normativo han ido asumiendo papeles cada vez más relevantes dentro de las propias organizaciones, no solo porque MiFID obligase a ello, sino porque el control y detección de posibles deficiencias permite a las entidades minimizar riesgos operativos y reputacionales. Facilita en última instancia que pongan el foco en el desarrollo de su negocio y, en definitiva, en la oferta a sus clientes servicios de mayor calidad.

Las unidades de Cumplimiento Normativo tienen dos **funciones esenciales** en las entidades:

- **Identificar y evaluar periódicamente los riesgos de incumplimiento regulatorio** contribuyendo de manera eficiente a su gestión. Esto implica controlar el

riesgo de incurrir en pérdidas financieras materiales o de reputación como resultado de incumplir las leyes, regulaciones, normas, estándares de autorregulación y códigos de conducta aplicables a sus actividades en las distintas líneas de negocio, incluyendo el riesgo a ser sancionado (multas que podrían suponer la pérdida de la licencia o inhabilitación para ejercer a los cargos de administración).

- **Asesorar y asistir a todas las áreas de la entidad** para que en el desarrollo de su actividad cumplan en todo momento las exigencias normativas.

Para ello es lógicamente deseable contar con una «persona o equipo orquesta» que además de:

- **conocer en profundidad la extensa regulación** financiera (y no financiera) que resulte de aplicación a las entidades financieras,

- saber **interpretarla y aplicarla a la dimensión real** de la entidad,

- disponer de la **sensibilidad y conocimiento de las prácticas de los organismos supervisores**, sabiendo qué prácticas les parecen más adecuadas y cuáles pueden en el extremo implicar sanciones,

conozca a fondo las actividades llevadas a cabo en la entidad por cada una de las áreas que la componen.

Ello requiere de un funcionamiento ordenado y de procedimientos metódicos, garantizando la trazabilidad de todos los controles que lleve a cabo. En dicho requerimiento subyace desde luego, cada vez más, el empleo de herramientas y aplicaciones avanzadas que faciliten no solo la realización de los oportunos controles, a veces complejos algunos de ellos, sino también mantener puntualmente informada a la alta dirección de la entidad.

El alcance, la complejidad de la función y la permanente actualización que se requiere hace inevitable que se plantee en muchas ocasiones la necesidad de apoyo o la propia externalización de la función en entidades especialistas en la prestación de este servicio.

¿CRECERÁ EL APOYO O LA EXTERNALIZACIÓN DE LA FUNCIÓN DE CUMPLIMIENTO NORMATIVO?

En cuestión de estructura organizativa, el sector financiero es bastante heterogéneo. Existen entidades pequeñas que cuentan con unidades propias de cumplimiento y otras que, por el contrario, han recurrido a la externalización de dichas funciones. También entidades grandes con unidades internas que absorben íntegramente la función de cumplimiento normativo, mientras otras se refuerzan con apoyo externo.

Lo cierto es que, en la avalancha normativa en la que nos encontramos desde hace años, las unidades de cumplimiento normativo se encuentran mayoritariamente superadas, desbordadas en el proceso de digerir toda la nueva normativa que entra en vigor, de establecer los controles apropiados y, finalmente, de

hacer un seguimiento del trabajo y de las medidas que se adoptan en el seno de la entidad.

Por todo ello, **cada vez son más las entidades que buscan el apoyo en entidades especializadas**. Entidades que deben ser capaces de aunar el conocimiento del negocio, el jurídico, los estándares de la auditoría, y el conocimiento técnico de las valoraciones y de los riesgos asociados a los instrumentos y a las operaciones financieras, por no decir también de otros ámbitos como el actuarial cuando pensamos en entidades aseguradoras.

En este contexto y con el objetivo de ofrecer un servicio puntero, de apoyo o externalización, de las funciones de cumplimiento normativo y control de riesgos nació en septiembre de 2017, **Afin Compliance**: una apuesta por la prestación de estos servicios combinando la acreditada experiencia de **Afi** en mercados y servicios financieros, finanzas cuantitativas y gestión de riesgos, con los conocimientos especializados de **finReg360** en regulación financiera y cumplimiento normativo, soportado todo ello en una infraestructura tecnológica para la prestación del servicio de desarrollo propio y de última generación.

Desde Afin Compliance pretendemos facilitar el cumplimiento normativo de las entidades financieras, ofreciendo un servicio de la máxima calidad que genere un entorno de control adecuado a la alta dirección y al Consejo, y propicie que aquellas se centren fundamentalmente en el desarrollo de su negocio. También protegiéndolas de riesgos y sanciones reputacionales y ayudándolas al tiempo a construir una cultura ética esencial para su correcto funcionamiento. Para ello, en Afin Compliance hemos reunido:

- **Personal cualificado**: equipos *seniors* con una dilatada experiencia en el sector financiero, y en concreto, en funciones de control interno, con una profunda especialización en la regulación que resulta de aplicación a las distintas tipologías de entidades.

- **Metodologías de trabajo basadas en enfoques de risk assesment**: a partir de las cuales se definen los Planes de Control y Supervisión específicos y adaptados a cada entidad.

- **Infraestructura tecnológica de desarrollo propio**: una potente herramienta que, además de incorporar los procesos de cálculo de los controles cuantitativos requeridos, permite de forma sencilla, ordenada y metódica dejar traza documental de todos los controles llevados a cabo, de las incidencias detectadas y de las medidas adoptadas por la entidad para su subsanación. Las entidades tienen acceso a un completo cuadro de mando, a través incluso por dispositivos móviles, y a un sistema de alertas, que les permite controlar y supervisar en tiempo real la actividad externalizada, tal y como exigen los organismos supervisores ::



Entrevista a Itziar Sola, *Enterprise Risk* en Bank of Tokyo Mitsubishi y antigua alumna del Máster en *Data Science* y *Big Data* en Finanzas.

El papel del «data» en un entorno real

Lucía Ayllón | Área de Marketing de Afi Escuela de Finanzas

En el informe sobre el trabajo del futuro del observatorio ADEI, iniciativa de Google, Afi y el Instituto de Economía de la Universidad de Alicante para generar conocimiento y debate en torno a las TIC y la digitalización, se profundiza en las repercusiones de la llamada cuarta revolución industrial.

Los avances tecnológicos producidos en las últimas décadas están generando un amplio debate en la sociedad. La productividad y eficiencia de las máquinas inteligentes, que posibilitan la automatización de muchas tareas, exige al factor humano cambiar de enfoque en esta «Cuarta Revolución Industrial».

Una de las palancas del cambio es el *Data Science* y el *Big Data*. Las nuevas tecnologías generan volúmenes ingentes de datos que, bien explotados, pueden con-

llevar la optimización de recursos, la prevención de problemas, una mayor eficiencia energética, elevar la calidad de vida...

La cuestión es, ¿existen profesionales preparados para asumir esta nueva ciencia? Y, ¿están las empresas preparadas para asumir el cambio que conlleva?

Para obtener una visión cercana a la realidad empresarial, desde Afi Escuela hemos entrevistado a Itziar Sola Arriezu, del departamento de Enterprise Risk Management en The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFG en Londres y antigua alumna del Máster en *Data Science* y *Big Data* en Finanzas.

¿Cómo ves el panorama empresarial actual en relación con el *Data Science* y el *Big Data*?

A ninguna organización se le escapan las ventajas competitivas que proporciona el Data Science. Y menos aún a las empresas privadas. Prueba de ello son los nuevos perfiles profesionales que buscan y que a día de hoy aún escasean.

Ahora bien, sacar jugo al *Data Science* requiere tiempo, presupuesto, profesionales cualificados y cambios organizativos. Para las *startups*, nacidas en medio de la Cuarta Revolución Industrial, es más fácil que para las empresas más maduras. En general, el aprovechamiento del *Data Science* en las empresas de mayor tamaño y edad va a llevar más tiempo ya que requiere implementar exitosamente los cambios estratégicos para adaptarse a la era del conocimiento.

No hay que olvidar que para poder sacarle partido es condición necesaria disponer de datos de calidad porque sin datos fiables poco se puede hacer. Pero cuidado también con la utilización extensiva de los datos: en unos meses entra en vigor la nueva normativa europea de Protección de Datos. Nuevas normas suponen costes adicionales.

Volviendo a la pregunta inicial, el mismo panorama empresarial en torno al *Big Data* que vemos en España se percibe en otros países vecinos y en diferentes sectores industriales. Son tiempos de cambios.

Los informes publicados por instituciones y consultorías revelan una falta de formación y de perfiles capaces de llevar a cabo esta inserción de protocolos y explotación del dato. ¿Estas conclusiones son también percibidas así en el día a día de las empresas?

Más que falta de formación hablaría, por un lado, de la **escasez de perfiles capaces de analizar en profundidad los datos**. Ahora mismo hay una sobredemanda de esos perfiles en el mercado laboral mundial. Por otro lado, podríamos hablar de la falta de experiencia. Hay profesionales muy preparados que hacen auténticas obras de arte con los datos. Me vienen a la cabeza un par de compañeros del Master de Afi. Pero gran parte de esos «artistas del análisis de datos» no cuentan con la experiencia suficiente en el mundo empresarial para explotarlos de manera más eficiente. Este fenómeno también se percibe fuera de España.

La comunicación es la clave para acelerar un mejor aprovechamiento del *Data Science* dentro de las organizaciones. Los profesionales que han trabajado en la misma empresa durante toda su carrera profesional conocen la cadena de valor mejor que nadie. Los nuevos perfiles profesionales saben sacar partido a los datos internos y a las fuentes de información externas. Lo que hace falta es que ambos equipos interactúen. No es baladí que los cambios estratégicos de

muchas empresas hoy en día empiecen por hacer más amigables los ambientes de trabajo.

¿Quiénes actualmente están haciendo un mayor uso o explotación de estos datos?

Se podría decir que, por ahora, los que realizan una mayor explotación son las áreas de marketing y ventas.

¿Cómo te ha ayudado el Máster en *Data Science* y *Big Data* en Finanzas en tú inserción laboral y en el desarrollo del día a día en tu puesto de trabajo?

El Máster Executive en *Data Science* y *Big Data* te enseña las técnicas y herramientas de extracción, tratamiento, análisis y explotación del dato con casos prácticos reales. Además, la posibilidad de resolverlos en equipo con compañeros de distintos sectores profesionales es un plus muy enriquecedor.

Luego, cuando acaba el Master empieza el reto. Aplicar los conocimientos adquiridos en el Master en tus labores diarias depende de muchos factores, entre ellos, el grado del avance tecnológico de tu organización, el tiempo disponible y los profesionales que te rodean. Un grupo de compañeros con inquietudes similares y con ganas de mejorar las técnicas actuales es, junto con una base de datos de calidad, el mejor ingrediente para sacarle partido al *Data Science*.

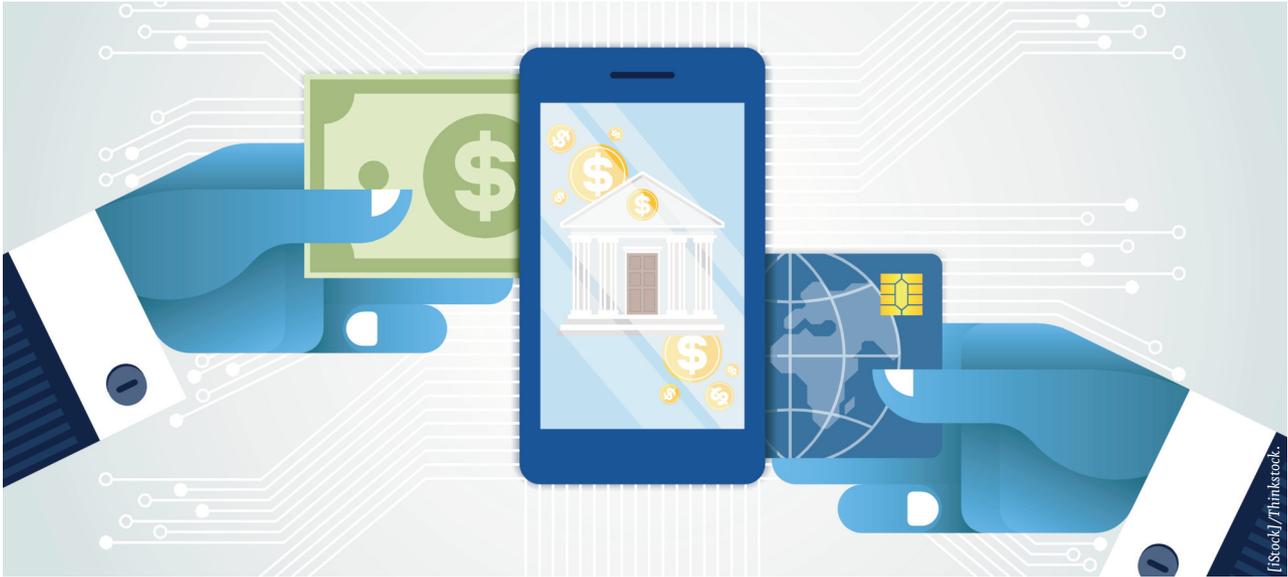
Cuando empecé el Master Executive no tenía ni idea de programación ni de las técnicas de análisis de *Data Science*. Ahora, poco a poco, colaboro con distintos equipos para mejorar el análisis, la medición y la gestión de riesgos financieros en la industria bancaria.

La visión de Itziar Sola Arriezu viene a reforzar los datos que arrojan estudios como el de McKinsey Global Institute. Éste señala como, solo en Estados Unidos, en 2018 habrá 190.000 vacantes de empleo para este perfil del científico de datos que se quedarán sin cubrir.

En Afi Escuela creemos que la formación en técnicas de análisis de datos es indispensable para establecer estrategias más eficientes y eficaces. Por ello, contamos con formaciones como el Máster Executive en *Data Science* y *Big Data* o el Máster Executive en *Data Science* y *Big Data* en Finanzas. Estas se centran en formar profesionales de alto nivel y ayudarlos a que puedan aportar soluciones innovadoras y determinar estrategias que generen valor a través de la analítica de datos.

Por lo tanto, ambos cursos de posgrado están enfocados a enseñar sobre lo que es ya el presente del sector empresarial y financiero y dar a conocer un nuevo mercado potencial en el que se puede monitorizar el comportamiento de los clientes con solo un par de clicks ::

Nuevos modelos de negocio



Mejorar la relación con el cliente y saber aprovechar las oportunidades que ofrecen las nuevas tecnologías de la información y la digitalización, son los grandes desafíos que deberán afrontar en los próximos años todas las instituciones de crédito, tanto entidades tradicionales como bancos digitales.

Federica Troiano @TrFederica | Consultora del área de Servicios Financieros de Afi
 Fernando Rojas @Ferojas | Consultor del área de Servicios Financieros de Afi

En el principio era la confianza. La razón primigenia de la creación de los bancos es dotar de confianza a cualquier transacción que se produjera entre dos partes; el motivo principal, derivar el excedente de ahorro que poseen algunos agentes hacia los que lo solicitan. Junto con la institución que dotara de validez y confianza a esas transacciones, se hizo indispensable una regulación que las acompañara para garantizar las transferencias.

El primer reglamento en la Historia que hace referencia a la actividad bancaria nace en el siglo XVII A.C., desarrollado en la época del Rey Hammurabi de Babilonia; hacía referencia a diferentes actividades financieras entre las que se encontraba la referente a los depósitos que los fieles ofrecían en los templos como ofrendas. Este hecho nos da muestras de la importancia del porqué de la regulación bancaria y su relación con los depósitos.

A pesar de que hay diversas épocas en las que el desarrollo de la banca tuvo un auge importante, no es hasta la Edad Media cuando se desarrolla lo que se denomina *banca moderna*, de manera importante en dos núcleos: Italia y Alemania. De hecho, etimológicamente, la palabra banco viene del italiano *banco*, que significa escritorio, haciendo referencia a la mesa donde realizaban las operaciones los banqueros judíos en este país.

Con anterioridad a la creación de la banca moderna, los pagos se solían hacer con metales preciosos, por su escasez y su alto valor intrínseco. Para custodiar estos metales surgieron los primeros bancos centrados, principalmente en Venecia, Florencia, Génova y Frankfurt, ciudades que habían crecido especialmente en torno al comercio con Asia.

Al final del siglo XVI nacen en Italia los bancos públicos de depósitos para minimizar las arriesgadas

transferencias de metales preciosos. Los comerciantes depositaban monedas de plata y oro en el banco de la ciudad y concretaban los pagos entre ellos con simples endosos: un mecanismo utilizado desde la Antigüedad que, por primera vez, realizaba un Estado. Con los diferentes avances solventaron una doble necesidad: daban confianza a las transacciones y evitaban que los metales preciosos sufrieran algún contratiempo.

En torno a la mitad del siglo XIX, durante la segunda revolución industrial, las empresas empezaron a requerir capitales muchos mayores que en el pasado, y se descubrió que los bancos existentes no podían satisfacer dichas exigencias. Por esta razón nacen los grandes bancos de capital. Por otro lado, desatendidos por estos grandes bancos, los pequeños ahorradores y empresarios que no veían satisfechas sus necesidades, dieron lugar a las primeras cajas de ahorro, que basaron su modelo de negocio especialmente en la captación de depósitos.

La crisis de 1929 supuso un gran cambio en el sistema bancario. Sus efectos revolucionaron el sistema bancario tradicional ya que en muchas naciones se abandonó el modelo de banca universal y se impuso una distinción entre bancos de depósitos y bancos de inversión (entre los más conocidos, el *Glass-Steagall Act* del 1933 hizo una separación entre *Commercial Banks* e *Investment Banks* en los Estados Unidos). Sin embargo, en los años noventa, con el cambio de corriente de pensamiento económico, la distinción se abolió, incentivando la globalización del sector.

Para culminar este recorrido de la banca, la crisis del 2008 golpeó gravemente el modelo tradicional, afectando a las instituciones financieras que aún hoy no se han recuperado totalmente, sirviendo como germen de la creación de entidades con un nuevo modelo de negocio.

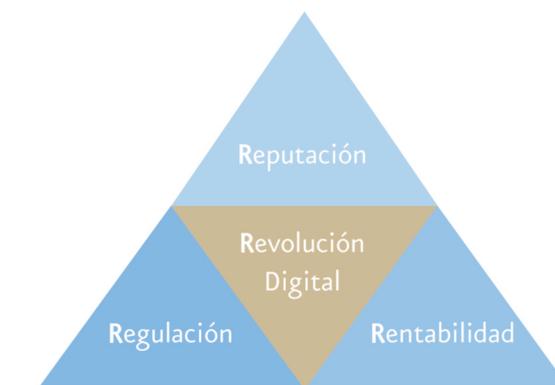
En definitiva, lo que nos ha enseñado la historia es que el sistema económico se adapta tanto a las exigencias de sus participantes como a las revoluciones sociales y tecnológicas. La reciente crisis ha cambiado las necesidades y el mercado se está acomodando con nuevas respuestas, tanto en la oferta de productos como en la experiencia que le proporciona al cliente.

LA REVOLUCIÓN DIGITAL: LAS TENDENCIAS COMPETITIVAS EN BANCA Y EL CUSTOMER CENTRIC

El contexto actual define un paradigma nuevo para las entidades bancarias y ha puesto de manifiesto los retos a los que se enfrentan, que se pueden resumir en lo que se denominan las cuatro R: Reputación, Regulación, Rentabilidad y Revolución Digital.

Los primeros tres retos son esencialmente derivados de la crisis o de las medidas tomadas para contrarrestarla: un intenso deterioro de la reputación del

LAS CUATRO R DE LAS TENDENCIAS COMPETITIVAS EN BANCA



Fuente: Afi.

sector bancario; una ingente generación de regulación para hacer más solvente a las entidades financieras y que contrarreste las posibles pérdidas inesperadas en próximas situaciones de inestabilidad financiera; y unas decisiones de política monetaria y reconocimiento de activos improductivos que han deteriorado la rentabilidad del sector, así como una demanda de crédito que aún no se ha recuperado.

Por sí solos, estos tres retos justificarían un cambio en el modelo de negocio de las entidades, ya que nos encontramos ante un sector que evidencia una plena fase de madurez. Sin embargo, se le suma un cuarto factor que ha dinamitado las decisiones de inversión de las entidades, la Revolución Digital.

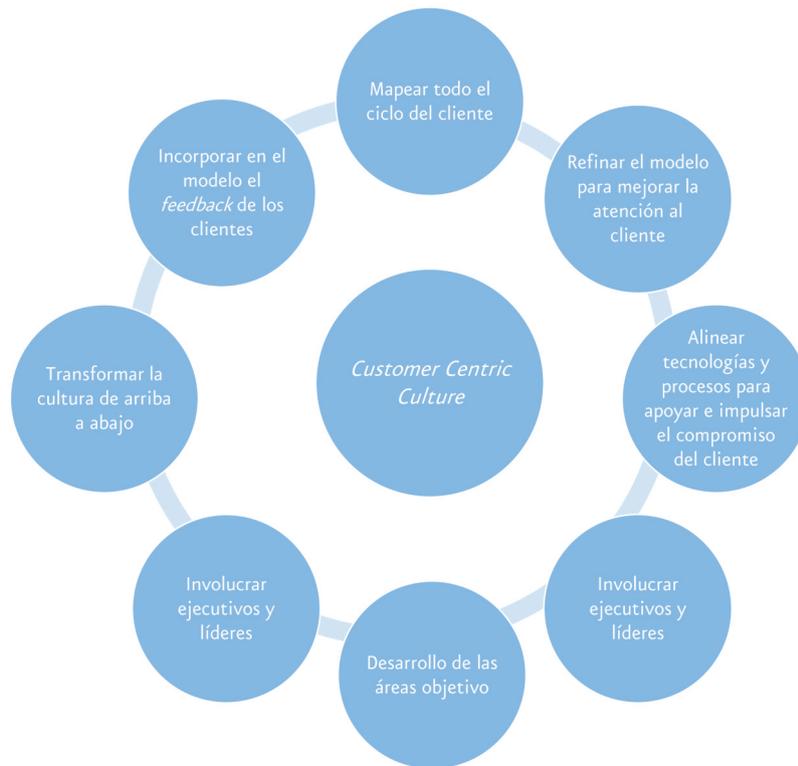
Este último reto es el gran desencadenante del aumento significativo del volumen de gasto en innovación tecnológica de las entidades. Paralelamente, están irrumpiendo con fuerza numerosas *fintech* y nuevos modelos de banca eminentemente tecnológica con el objetivo de ganar cuota de mercado.

El contexto descrito con anterioridad ha provocado que se esté replanteando el modelo tradicional basado eminentemente en oficinas, ya que el modelo del futuro, el de la Banca 3.0, se debería apalancar sobre una oficina donde su radio de influencia sea superior al lugar físico, utilizando las nuevas tecnologías y gestores virtuales.

El objetivo último debería ser garantizar que el modelo es interna y externamente digital (*Be digital – Go Digital*) para poder ofrecer al cliente final la mejor experiencia y el mejor producto o servicio adaptado a sus necesidades.

Es decir, todas las actuaciones que ejecuten las entidades financieras tienen que ser destinadas hacia la transformación digital al fin de alinearse y cumplir con los principios de lo que se denomina *Customer Centric Culture*: i) innovación y disrupción constante, ii) «cooperencia» frente a competencia, iii) búsqueda de la mejor experiencia del cliente, iv) agilidad, y v)

LA CULTURA DEL CUSTOMER CENTRIC



Fuente: Afi.

ruptura inteligente de la cadena de valor y capacidad de lidiar con nuevos entrantes.

NUEVOS MODELOS DE NEGOCIO

Se han nombrado los diversos retos a los que se enfrenta el sector bancario; sin embargo, las dos preguntas que se deberían plantear serían, ¿por qué ahora? y ¿cómo y qué están haciendo las entidades para operar en un negocio maduro?

La primera pregunta se responde centrándose principalmente en los tres primeros retos expuestos, que ejemplifican el porqué de la creación de nuevas figuras financieras que están compitiendo con la banca tradicional en ciertos eslabones de la cadena de valor. La baja reputación reflejada en una gran pérdida de confianza, la implantación de procesos evaluación de riesgos (*scoring*) más rigurosos derivados de criterios regulatorios y una rentabilidad cada vez menor por la baja demanda, hacen que estemos ante un sector que pueda no llegar con eficacia y eficiencia a todas las ramas de negocio posibles.

Esta situación empuja inexorablemente hacia el cuarto reto: aprovechar la Revolución Digital y las nuevas tecnologías para ocupar ciertos nichos de mercados que están dejando libres las entidades bancarias tradicionales. La idea de los nuevos modelos digitales es básicamente atender las necesidades de los clientes generando confianza a través del uso de

la tecnología y los datos que garantiza más seguridad, con modelos de negocios donde los costes sean inferiores a los de la banca tradicional, y evitando caer en procesos de *scoring* eminentemente largos que hagan perder la agilidad que demanda el cliente digital.

La segunda pregunta se responde si observamos ejemplos concretos de cómo las nuevas entidades digitales están operando en el sector bancario.

Por ejemplo, están ganando terreno las formas de financiación alternativa como las plataformas que conectan prestamistas y prestatarios. Las más destacadas en este segmento son las estadounidenses OnDeck, Lending Club y Sofi. Los préstamos entre particulares, conocidos en inglés como *peer-to-peer lending* (P2P) o *crowdfunding*, funcionan a través servicios *online* de «emparejamiento» caracterizados por rapidez y agilidad. El principal gasto de dichas plataformas son los costes de *scoring* crediticio de sus clientes, y el principal ingreso son las comisiones que cobran por los servicios que realizan. El debate sobre el papel que juegan los bancos tradicionales en el sector P2P está abierto. Es verdad que los préstamos entre particulares son esencialmente una fuente de financiación no tradicional; sin embargo, en algunos países los bancos han sabido adaptarse rápidamente al nuevo contexto financiero. En el Reino Unido, bancos como RBS y Santander han utilizado plataformas P2P para conceder créditos a pymes.

Otro ejemplo son las entidades bancarias (neo bancos) radicadas en Reino Unido como Monzo o Atom, que están irrumpiendo con fuerza a través del desarrollo de aplicaciones y productos, como tarjetas que brillan en la oscuridad, y que se vinculan con las entidades. El éxito de estas sociedades se basa en el hecho de requerir una única condición imprescindible a sus clientes: descargar la app móvil. Desde el primer momento, la aplicación empieza a seguir todas las transacciones al fin de monitorizar los movimientos y ofrecer a los usuarios información y notificaciones de cuánto y cómo están realizando sus gastos. Como consecuencia, estas entidades son más ágiles a la hora de ofertar tanto experiencia como productos a los clientes, a través del estudio de sus preferencias, los canales digitales y la menor estructura de costes.

Por otro lado, en España han surgido nuevos modelos de banca digital como Bnext, aunque su modelo de negocio no consiste en operar como banco tradicional, sino servir de plataforma para comercializar productos financieros de terceros a través de su tarjeta recargable que es rosa, inspirándose en el modelo de Monzo.

Las características comunes de cada una de estas entidades, sea cual sea el mercado donde operen son, por un lado, la intención de mejorar la relación con el cliente y, por otro, utilizar las oportunidades digitales. Estos son los grandes desafíos que deberán afrontar en los próximos años todas las instituciones de crédito, tanto tradicionales como digitales.

Por ello, es probable que veamos una evolución de las instituciones financieras hasta convertirse en modelos similares a plataformas digitales, que ofrezcan todos los servicios en modalidad virtual. En este sentido el principal reto de los bancos es facilitar la experiencia del cliente, de manera completa y personalizada, agilizando los procesos y proveyendo información y servicios en tiempo real, en vez de tener un catálogo de productos estándar para todos los clientes.

La modernización de estas entidades comienza con un proceso evolutivo que considere modelos de negocio más «inteligentes» e «intensivos», a través de sistemas *smart* que transforman el cliente en el centro de la experiencia bancaria. Estos nuevos modelos bancarios permiten la velocidad y la fiabilidad de las transacciones gracias a sus características de instantaneidad y trazabilidad.

A pesar de que estos modelos de banca digital están surgiendo con intensidad e intentan obtener cierta cuota de mercado, sobre todo en préstamos al consumo y a pymes, segmentos donde la agilidad resulta indispensable, se evidencia que son negocios que todavía no son siempre rentables, ya que son pocos los que presentan en la actualidad resultados positivos, teniendo en cuenta la escala que necesitan alcanzar. Sin embargo, es necesario enfatizar que este campo es nuevo y tendremos analizar su evolución a más largo plazo para sacar mayores conclusiones.

Lo que podemos afirmar es que la economía digital está revolucionando el modelo de negocio ::

Europa, nuestro contexto y pretexto



Europa viene siendo desde hace tiempo contexto y pretexto para nuestro país, y no sólo en lo que se refiere a la economía y las finanzas, sino en los ámbitos político y social.

iStock/Thinkstock

Francisco J. Valero | Socio área de banca de Afi

La incorporación de España a las Comunidades Europeas en 1986 exigió un importante esfuerzo de homologación del sistema político, así como una orientación de la política general, y muy particularmente la económica, hacia Europa.

Desde entonces, nuestra relación con Europa ha vivido el despliegue de temas cruciales para la economía y las finanzas españolas:

- La adhesión y el mercado único europeo.
- La Unión Económica y Monetaria (UEM) y la moneda única.
- La crisis, en la reacción a la misma y en el mayor esfuerzo de integración financiera que se ha efectuado con la todavía incompleta unión bancaria.

La adhesión supuso la aceptación del acervo normativo previamente vigente en las Comunidades Europeas, así como la adaptación de las legislaciones nacionales a dicho acervo.

Esta adaptación pronto fue superada por la puesta en marcha del mercado único, que implica un espacio sin fronteras interiores, en el que las cuatro libertades básicas del Tratado de Roma - libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales - están garantizadas.

El mercado único se perfecciona con la unión monetaria, al superar los obstáculos que plantea una multiplicidad de monedas, pero, una vez ocurrida la crisis, se intenta reforzar la unión monetaria con instrumentos propios del mercado único.

LA CONSTRUCCIÓN EUROPEA Y ESPAÑA

Tratado/ acto jurídico	Constitutivo de la Comunidad Económica Europea*	Adhesión de España y Portugal	Acta Única Europea	Unión Europea (TUE)	Lisboa	Unión Bancaria	
						Reglamento 1024/2013	Reglamento 806/2014
Fecha de firma/aprobación	25/03/1957	12/06/1985	17/02/1986	7/02/1992	13/12/2007	15/10/2013	15/07/2014
Entrada en vigor	1/01/1958	1/01/1986	1/07/1987	1/11/1993	1/12/2009	4/11/2014	1/01/2016
Aportación principal	Integración Económica Europea	Incorporación España y Portugal	Mercado Único	Unión Económica y Monetaria	Texto actual de TUE y TFUE	Mecanismo único de supervisión	Mecanismo único de resolución

* Constitutivo de la Comunidad Europea desde el TUE. Actualmente Tratado de funcionamiento de la UE (TFUE).

Fuente: Afi.

La UEM consta de dos grandes ejes estrechamente relacionados:

1. La adopción de una política económica basada en la estrecha coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros, en el mercado único y en la definición de objetivos comunes.

2. Una moneda única, el euro, y la definición y la aplicación de una política monetaria y de tipos de cambio única cuyo objetivo primordial será mantener la estabilidad de precios, sin perjuicio del apoyo a la política económica general de la Unión Europea (UE).

La incorporación de España al euro supuso la pérdida de nuestra soberanía cambiaria y monetaria, con dos importantes consecuencias:

1. La absoluta estabilidad cambiaria respecto a nuestros principales socios comerciales. Esta circunstancia impedirá que se pueda recuperar competitividad por la devaluación de la moneda, como ocurrió varias veces en nuestra historia reciente.

2. Unos tipos de interés del 3%, frente a los niveles tradicionales por encima de dos dígitos. De esta forma se estimulaba la inversión en activos financieros y, sobre todo, inmobiliarios. Al mismo tiempo, se impedía disponer de unos tipos monetarios propios.

Cuando la crisis irrumpe en Estados Unidos en el verano de 1997 con el estallido de las denominadas *hipotecas subprime*, de baja calidad crediticia, se genera una incertidumbre generalizada sobre los sistemas bancarios y su exposición a activos tóxicos.

En España, los efectos de este estallido se centran, sobre todo, en la ruptura de la burbuja inmobiliaria que se había generado en la etapa anterior, con los consiguientes efectos negativos en el empleo y en las entidades financiadoras.

La crisis bancaria provocó importantes reformas, tanto para paliar sus efectos, como para prevenir la aparición de crisis similares en el futuro. Entre las soluciones de tipo estructural, que afectan a la configuración de los sistemas bancarios y a sus entornos, podemos distinguir los siguientes frentes:

1. La gobernanza de la UEM, en particular del área euro.

2. La regulación bancaria.

3. El sistema europeo de supervisión financiera.

4. La unión bancaria.

La gobernanza de la UEM pretende superar una de las grandes debilidades de la moneda única desde su inicio, la coexistencia de una unión monetaria de diversos países con una política económica en general autónoma para cada uno de ellos.

La UE ha ido modificando el proceso de elaboración de sus propias normas sobre unos sistemas financieros cada vez más dinámicos y, por tanto, más exigentes de una regulación apropiada a sus características cambiantes. En el ámbito de los servicios financieros, esta novedad se combina con el *Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF)*, con dos niveles de supervisión a escala europea, además del nivel nacional:

a. Macroprudencial, a cargo de la *Junta Europea de Riesgo Sistémico*.

b. Microprudencial, en manos de las denominadas *Autoridades Europeas de Supervisión*.

La UE es un ente en permanente movimiento, porque está compuesta de un conjunto de países que también se mueven. Desde el comienzo de la crisis, se ha intentado buscar solución a los problemas planteados en tres direcciones:

1. La puesta en marcha y posterior perfeccionamiento de la unión bancaria.

2. El replanteamiento de la UEM, completándola con una unión económica y presupuestaria, que, además de reforzar la convergencia económica y social, incluiría una función de estabilización presupuestaria, la creación de un Tesoro para el área euro, así como un Fondo Monetario Europeo.

3. La introducción de una unión de los mercados de capitales, cuyo principal objetivo es mejorar las condiciones financieras de los agentes económicos, especialmente de la pequeña y mediana empresa ::

BIBLIOGRAFÍA

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2017): *España 1987-2017. Transformaciones económicas, financieras y sociales*. Afi, Ediciones Empresa Global, Madrid.



«El libro impreso, esa gran invención del siglo XV, continúa dominando el mercado, pese a que otros géneros impresos tales como los diarios o las revistas llevan ya años en declive.»

El misterio de los libros digitales

La demanda de bienes y servicios digitales crece a ritmos acelerados en buena parte de la economía global. Así, las ventas de música y videos mediante *streaming* y de la gran mayoría de los bienes de consumo, las plataformas y mercados virtuales, los medios de comunicación y de noticias digitales, y los medios de pago digitales dominan ya o están a punto de dominar sus respectivas parcelas de mercado. La gran excepción a esta pauta generalizada es el caso de los libros digitales. El libro impreso, esa gran invención del siglo XV, continúa dominando el mercado, pese a que otros géneros impresos tales como los diarios o las revistas llevan ya años en declive. En Estados Unidos, por ejemplo, las ventas de libros digitales han caído de 485 millones de unidades en 2012 a 347 millones en 2016. Durante ese mismo período las ventas de libros impresos aumentaron de 1.841 a 1.897 millones. Se observa, por tanto, una caída de la tirada total, unida al mantenimiento de la hegemonía del formato impreso.

Una posible explicación es que el libro impreso es un formato con unas características muy atractivas. Es compacto, fácil de usar, y permite realizar anotaciones. Además, a mucha gente le gusta dar y recibir un libro como regalo. Muchas personas desarrollan una conexión emocional con algunos libros, que se concreta o materializa en el li-

bro físico más que en el digital. El libro impreso también puede ser un elemento decorativo en una estantería o encima de una mesa de salón, algo que no es posible con el formato digital. A la gente también le gusta ir a la librería a hojear libros antes de comprarlos.

Pero hay otro aspecto fundamental a tener en cuenta. La tecnología digital facilita el intercambio de canciones, videos, fotos y dinero. Por lo menos hasta la fecha, compartir libros digitales no resulta fácil. Para compartirlos hay que ser miembros de la misma plataforma, y no existe una claramente dominante en el mercado. Amazon, Barnes & Noble y Apple se reparten el mercado. Por el contrario, a la gente le gusta compartir libros.

Un factor decisivo en el desarrollo de la economía digital ha sido el entusiasmo de los jóvenes por las nuevas tecnologías. En el crecimiento de todos los bienes y servicios digitales ha jugado un papel esencial la demanda por parte de los consumidores con menos herencias del pasado y con una mayor facilidad a la hora de emplear las nuevas tecnologías. La llamada generación del milenio, definida como aquellas personas nacidas entre 1980 y 2000, consumen todo tipo de bienes y servicios digitales con mucha mayor asiduidad que cualquier otra generación. La única excepción son precisamente los libros. En EE.UU. la generación del milenio lee más libros en general que los

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

demás grupos de edad, tanto libros digitales como libros impresos. Este es un factor fundamental detrás de la persistencia del libro impreso.

El género que más claramente ha aceptado el formato digital son las publicaciones científicas. Son ya muy pocas las revistas de esa índole que siguen imprimiéndose, salvo para enviar ejemplares a las bibliote-

cas. Los diarios y las revistas también se han mudado hacia lo digital, sobre todo a raíz de la popularización de las tabletas y de los teléfonos inteligentes. El libro impreso, sin embargo, por todas las razones que venimos examinando es muy posible que perdure como el último bastión del universo que se originó con la invención de Gutenberg ::



«La muy lenta deriva al alza en la inflación y una Reserva Federal sujeta a un debate interno sobre la posibilidad de alterar su objetivo de inflación están llevando al mercado a descontar un alza de tipos de interés insuficiente como para atraer capitales a los tipos de cambio actuales.»

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

Claves en la debilidad del dólar

El dólar ya cotiza frente al euro en referencias cercanas a 1,25 dólares, acumulando en el año una depreciación superior al 4%. Siguiendo con la dinámica de 2017, la cesión del dólar es generalizada frente a las principales divisas desarrolladas y emergentes. La velocidad del movimiento y su durabilidad nos lleva a reflexionar sobre sus causas y a preguntarnos por su previsible evolución.

Un primer factor en la depreciación del dólar, en particular en su cruce frente al euro, se encuentra en la diferente evolución de las expectativas de evolución futura de los tipos de intervención por parte de la Fed y el BCE. Utilizando la pendiente entre los tipos a 2 y 5 años en ambas curvas de tipos - un reflejo de las subidas de tipos descontadas desde el actual nivel de los tipos de intervención, para ambos mercados- se observa que desde principios de 2016 se ha producido un estrechamiento favorable al euro.

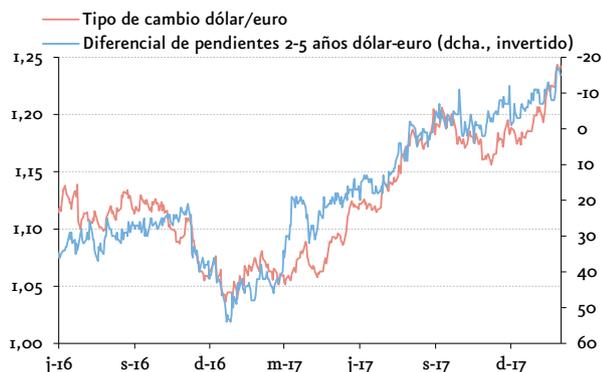
En segundo lugar, durante los últimos trimestres y a pesar de que el impulso de la reforma fiscal en EE.UU. ha elevado la expectativa de crecimiento inmediato del consenso de mercado para esta economía, tanto el crecimiento observado como la revisión de previsiones a futuro para el resto del mundo (en especial la eurozona) ha sido superior.

Adicionalmente, los estímulos fiscales en EE.UU., a financiarse en gran

medida vía emisión de deuda pública, imponen una dinámica de continuidad del deterioro del saldo corriente de esta economía. Lo contrario está ocurriendo en la eurozona, donde el superávit corriente sigue ampliándose. En principio y teóricamente, esta configuración debería derivar en mayores tipos de interés en EE.UU., un factor apreciatorio para el dólar. Sin embargo, la muy lenta deriva al alza en la inflación de este país y una Reserva Federal sujeta a un debate interno sobre la posibilidad de alterar su objetivo de inflación (ya sea rebajar su nivel objetivo, actualmente en el 2% para el componente subyacente del deflactor del consumo privado, o introducir un rango sobre esta variable) están llevando al mercado a descontar un alza de tipos de interés insuficiente como para atraer capitales a los tipos de cambio actuales. En consecuencia, el dólar se convierte en la variable de ajuste.

Finalmente, y como hemos tenido oportunidad de observar en las últimas semanas, se están dando señales coherentes con una preferencia de la actual administración estadounidense por un dólar débil. Las declaraciones del Secretario del Tesoro de los EE.UU., Mnuchin, han ido en esta dirección. En este contexto debemos ver la incomodidad manifestada por el presidente del BCE, Draghi, que aludía a la necesaria neutralidad en materia de política cambiaria por parte de los Gobiernos del G7.

Evolución del cruce dólar-euro y del diferencial de pendientes entre tipos a 2 y 5 años en sus respectivas curvas



Fuente: Afi, Bloomberg.

En este punto, cabe señalar además que la amenaza del proteccionismo por parte de la actual administración de los EE.UU. es un factor clave. Hasta ahora, las acciones proteccionistas de la administración Trump han sido muy moderadas y de escaso calado (casos abiertos con China en materia de acero, propiedad intelectual, etc), sin materializarse la agresivi-

dad que contenía el programa del Presidente Trump. Parece obvio que la depreciación del dólar minimiza la necesidad de intensificar la adopción de medidas proteccionistas por parte de EE.UU.

Si los anteriores párrafos ilustran factores que permiten explicar la debilidad del dólar en los últimos meses, la clave en adelante reside en que se produzcan cambios en estas variables. Nuestras previsiones reflejan una menor velocidad de depreciación del dólar en adelante, con un nivel de estabilización a 12-15 meses vista en referencias de 1,27-1,28 dólares por euro. En nuestro radar, las principales claves a vigilar son, por un lado, las decisiones que tome la Fed de Jerome Powell en un contexto de aceleración temporal del crecimiento; por otro, la velocidad a la que el BCE decida mover su actual *forward guidance* de balance y tipos de interés, que dependerá de la evolución esperada a medio plazo para la inflación. Un cambio de dirección en cualquiera de las dos podría suponer un freno en seco a la actual senda de depreciación del dólar ::



«Aunque se da por hecho que nuestras pensiones son contributivas, la realidad es que lo son en muy escasa medida.»

Pensiones II: una fórmula sorprendente

Uno de los términos más utilizados en el debate sobre las pensiones es el de «contributividad». Con su uso se sobreentiende que las pensiones de la Seguridad Social guardan una relación más o menos estrecha con las cotizaciones que se han realizado para obtenerla. Y sí, para obtener una pensión pública (contributiva) ha de haberse cotizado previamente.

Se persigue constantemente, y se anuncia a bombo y platillo cuando se dan pasos en esta dirección, aumentar la contributividad de las pensiones. Pero, aunque se da por hecho que nuestras pensiones son contributivas, la realidad es que lo son en muy escasa medida y que los cambios que se introducen regularmente tampoco las hacen más contributivas, necesariamente.

Una manera de indagar en la relación existente entre las cotizaciones realizadas y las pensiones recibidas es analizar la denominada «fórmula de las pensiones». Todo sistema de pensiones posee una fórmula (casi secreta) de la que se obtiene el importe de la pensión en función de una serie de parámetros. En el caso de la Seguridad Social española, esta fórmula contiene numerosos elementos que añaden o restan del importe que se va calculando progresivamente.

Antes de aplicar la fórmula deben cumplirse varios requisitos. El primero es tener una edad pensionable. Como

regla general, aunque hay excepciones, esta edad va caminando progresivamente hasta los 65 años en los que se fijará en 2027 (63 años y 6 meses en 2018 con menos de 36 años y 6 meses cotizados). En ese mismo año se fijará también la edad legal de jubilación ordinaria de 67 años (65 años y 6 meses en 2018 con menos de 36 años y 6 meses cotizados), de forma que los 65 antedichos serán la edad a la que puede alcanzarse la jubilación anticipada. Otro requisito es el de tener cumplidos, en el momento de la jubilación, 15 años de cotizaciones. Este periodo de tiempo se denomina «periodo de carencia».

Cumplidos los requisitos anteriores, la pensión se obtiene como resultado de un cálculo en el que intervienen varios factores. Los tres más importantes, en mi opinión, son los siguientes: los años cotizados (la carrera de cotización), las bases de cotización (en realidad los salarios efectivos, desde un suelo mínimo hasta un tope máximo) y la edad a la que el trabajador se jubila. Esta última es importante porque, en función de la distancia que la separa de la edad de referencia (esos 65 años y 6 meses en 2018), se obtienen los «premios» por retraso de la jubilación y las penalizaciones por anticiparla.

Todo ello a la «causación» del derecho, es decir, al nacimiento de la pensión y, correspondientemente, la primera paga. La actualización anual posterior mediante el (odiado) Índice

JOSÉ ANTONIO HERCE es profesor de Afi Escuela de Finanzas.
Twitter: @_Herce

de Revalorización de las Pensiones (IRP) y el impacto del (temido) Factor de Sostenibilidad se abordarán en la próxima tribuna.

Ahora, lo interesante es describir, en palabras, cómo funciona esta fórmula en la práctica. Veamos. Siempre que el trabajador pueda jubilarse por cumplir los requisitos establecidos¹, la pensión mensual resultante es la composición de tres factores; por un lado, el producto de (i) la base reguladora y (ii) un porcentaje acumulado en función de los años completos cotizados, al que, por otro lado, se le detraen (o suman) las (iii) penalizaciones (o premios) por jubilación anticipada (o retrasada) respecto a la edad de referencia del momento. La pensión resultante puede exceder el máximo de cada año o quedarse por debajo del mínimo, de ahí que en el primer caso se suprima el exceso y en el segundo se complemente dicho mínimo. *Et voilà!*

Esta fórmula puede parecer compleja y lo es a pesar de la generalidad con la que la he descrito, pues hay (literalmente) una miríada de excepciones y casos particulares. Pero no da la impresión de ser «sorprendente», como anuncio en el título de esta tribuna. De hecho, se diría que los elementos que contiene son *per se* garantía de contributividad y que esta se vería acrecentada ajustando en el sentido adecuado alguno de ellos. Pues no.

La fórmula española de las pensiones, así como la de muchos otros países, es (adecuadamente) proporcional a las cotizaciones realizadas solo por casualidad. La Seguridad Social habla literalmente de las «... cotizaciones acumuladas a lo largo de su vida laboral ...», cuando en realidad las cotizaciones efectivamente acumuladas son el resultado de multiplicar la base de cotización por el tipo de cotización. La primera sí se tiene en cuenta para calcular la base reguladora, que es uno de los elementos clave de la fórmula antes descrita, pero el tipo de cotización y, por lo tanto, las cotizaciones efectivamente realizadas no entran de ninguna manera en la compleja fórmula de las pensiones.

Así, desde luego en mi opinión, las pensiones españolas de jubilación no son contributivas, ni adecuadamente proporcionales a las cotizaciones realizadas, ni, a la postre, justas, al menos en el sentido financiero, además de no serlo tampoco en el sentido actuarial. El tipo de cotización (por contingencias comunes) es del 28,3%, pero podría ser el 0% o el 100%, o cualquier otro porcentaje de la base de cotización, y la pensión salida de la fórmula anterior sería «e-xac-ta-men-te» la misma. No es contributiva. Por eso la fórmula de las pensiones no es solo compleja, sino sorprendente. Muy sorprendente. Yo, desde luego, todavía no acabo de entender por qué es así de sorprendente ::

¹ Para consultar la normativa ir a http://www.seg-social.es/Internet_t/Trabajadores/PrestacionesPension10935/Jubilacion/RegimenGeneral/Jubilacionordinaria/index.htm.



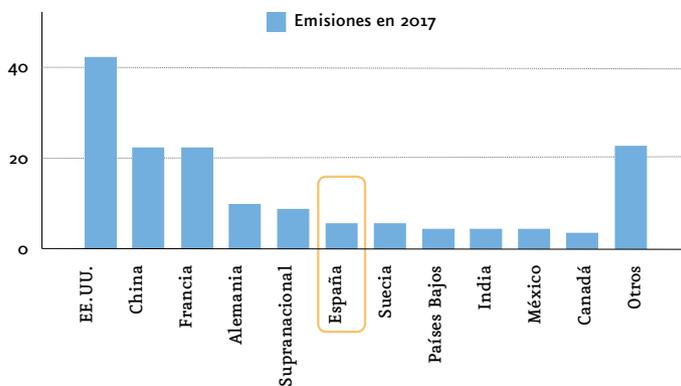
«Hoy son varios los riesgos expresivos de lo frágil que es la prosperidad.»

Las finanzas sostenibles en la Unión de los Mercados de Capitales

La desestabilización del planeta hace tiempo que dejó de ser una amenaza hipotética. Hoy son varios los riesgos que han dejado constancia de su virtualidad: el cambio climático es uno de los más explícitos y documentados, pero también otros como las alteraciones en el uso de la tierra, la pérdida de biodiversidad y el deterioro de los recursos naturales. En el ámbito social también se reflejan amenazas que se vinculan con el amplio enunciado de las «finanzas sostenibles», como es la pobreza, el hambre y la falta de cuidados sanitarios que revelan que una parte importante de la

el momento, se ha comprometido con los objetivos definidos en el Acuerdo de París de diciembre de 2015, suscrito por 170 países, que define la transición hacia una economía baja en carbón. En Europa ese compromiso se ha concretado en reducir las emisiones de CO₂ en un 40% en todos los sectores de la economía en el horizonte de 2030. Ello significa que hay que adoptar desde ya políticas que faciliten la transformación hacia modelos de negocio de las empresas más eficientes en la utilización de los recursos y más circulares. Y, en ello, las finanzas tienen mucho que hacer.

Diez mayores naciones y entidades supranacionales emisoras de bonos verdes, diciembre 2017
(miles de millones de dólares)



Fuente: 2017 GB Issuance. Climatebonds.net.

población vive en condiciones por debajo de los estándares sociales considerados como mínimos en las economías avanzadas. Todos ellos son expresivos de lo frágil que es la prosperidad.

Ateniéndonos por el momento a la demarcación de las finanzas verdes, conviene recordar que es la UE la que, de forma más consecuente, al menos hasta

Por de pronto, se ha estimado que para cumplir esos compromisos europeos serán necesarias inversiones en torno a 180.000 millones de euros anuales en sectores diversos: renovación de edificios hacia mayor eficiencia, generación y transmisión de energía mediante fuentes renovables, transporte de bajo carbón, entre otros. Se trata de inversiones cuya cuantía excede a la capacidad actual de los presupuestos públicos y, en consecuencia, requieren la participación de inversores privados y el consecuente despliegue de instrumentos que las vehiculen.

En realidad, se han hecho avances, y en estas mismas páginas se ha dejado constancia de ello, pero ahora quiero llamar la atención acerca de la reciente difusión del esperado documento «Financing a Sustainable European Economy», informe final del «High-Level Expert Group on Sustainable Finance» (HLGE), creado a iniciativa de la

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

¿QUÉ ES SOSTENIBLE? TAXONOMÍA DEL HLEG

SECTORES	Del cambio climático explícito a una mayor sostenibilidad ambiental a una mayor sostenibilidad ambiental y social									
	Mitigación del cambio climático	Adaptación al cambio climático	Hábitats naturales saludables	Gestión y conservación de recursos hídricos	Minimización de residuos	Prevención y control de la contaminación	Productividad agrícola y pesquera	Acceso a la comida	Acceso a infraestructura básica	Acceso a servicios esenciales
Producción de electricidad	✓									
Producción y suministro de calor	✓									
Transmisión, distribución y almacenamiento de electricidad	✓									
Industria	✓									
Productos y actividades de la cadena de suministro	✓									
Construcción	✓									
Desarrollo urbano	✓									
Transporte	✓									
Abastecimiento de agua, gestión y tratamiento de aguas residuales	✓									
Gestión de residuos sólidos	✓									
Agricultura, ganadería, acuicultura y pesca	✓									
Silvicultura	✓									
Ecosistemas naturales	✓									
Educación	✓									
Cuidado de la salud	✓									
Tecnología de la información y la comunicación	✓									
Servicios y productos financieros	✓									
Actividades transversales	✓									

Fuente: «Financing a Sustainable European Economy», High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG).

Comisión Europea a finales de 2016. Ha estado presidido por Christian Thimann, Director de Estrategia, Sostenibilidad y Asuntos Públicos del Grupo Axa, al que han acompañado profesionales de los distintos ámbitos de la industria de servicios financieros.

Se trata de un trabajo valioso, llamado a inspirar las actuaciones que en esa materia adopte la UE. Sus recomendaciones son el resultado de discusiones entre conocedores y se encuentran precedidas del significativo respaldo del responsable de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y de la Unión de los Mercados de Capitales (CMU) de la UE. Y es en relación con este último aspecto, la contribución a la CMU, donde quiero situar mis comentarios, o mejor, mi incitación a que el lector de esta columna consulte directamente el informe (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf).

Ese informe se convertirá en un Plan de Acción en finanzas sostenibles, al que seguirán propuestas

legislativas. «Para convertir Europa en el centro de gravedad de la inversión global en una economía baja en carbón, eficiente en la utilización de los recursos y circular». Ahí es nada. Ese propósito es ambicioso, en primer lugar, porque buena parte de los sistemas financieros europeos siguen convalecientes, asimilando los daños de la crisis. Pero también tratando de adaptarse a esa digitalización creciente que, entre otras consecuencias, conllevará la emergencia de nuevos competidores en la totalidad de los segmentos de la industria de servicios financieros.

La ambición de trenzar ese vínculo entre finanzas sostenibles y el proyecto de la Unión de los Mercados de Capitales deriva también del insuficiente recorrido asignado hasta ahora a esta última iniciativa comunitaria, especialmente desde la concreción del brexit. Y, sin embargo, ese equilibrio entre «banca-rización» y protagonismo de los mercados de capitales es de todo punto necesario, desde luego para ese

propósito de extender la financiación sostenible, pero no solo.

Habrà que confiar en que el esfuerzo de ese grupo de expertos no quede en agua de borrajas y se pongan en marcha los cambios regulatorios ineludibles, entre otros, los que posibiliten la movilización de la capacidad de captación de fondos privados para las inversiones necesarias. También se reconoce en el informe la importancia de transformar la cultura de algunos sistemas financieros, creando los incentivos necesarios para que ese tipo de inversiones sea posible. La Comisión ya había reconocido en junio pasado, con ocasión de la revisión del plan de acción de la CMU, que sería necesaria «una profunda reingeniería del sistema financiero para que las inversiones se hicieran más sostenibles», comprometiéndose iniciativas tendentes a adecuar la información, los *rating* crediticios, los estándares contables y los procesos de supervisión a ese propósito. En concreto, se especificaron los deberes de los propietarios de activos y gestores de carteras de «integrar las consideraciones ambientales, sociales y de gobernanza en la toma de decisiones», de mirar a medio y largo plazo, en definitiva.

Uno de los aspectos más valiosos del informe es el establecimiento de una taxonomía sobre los posibles destinos de los instrumentos de financiación e inversión susceptibles de ser considerados «sostenibles», entre otros los populares «bonos verdes». Además de los Green Bond Principales (GBP), definidos en el seno de la International Capital Market Association (ICMA), como guías que han de satisfacer los emisores de ese tipo de bonos, el informe del HLEG concreta aún más, recomendando a la comisión que se introduzca oficialmente un «EU Green Standard (EU GBS)» y un etiquetaje específico para esos instrumentos. Transformaciones todas ellas en la dirección de que esas exigencias medioambientales trasciendan del cortoplacismo al uso que informa a los agentes en la adopción de decisiones de inversión y financiación.

Caben pocas dudas de que, si faltaban razones para verificar la tensión transformadora de las finanzas, las intenciones europeas contribuyen a fortalecer esa otra dirección por la que van a caminar, la de la sostenibilidad, confiemos que irreversible ::



 empresa global  Afi

www.empresaglobal.es