

 empresa global

 Afi

183

Mayo 2018

# El nuevo Reglamento General de Protección de Datos

**Emergentes bajo presión**

**Tendencias de protección de datos  
en la industria aseguradora**

**La cara y la cruz de la  
economía de los datos**

**La evolución de las regiones españolas  
en términos comparados**

ESTRATEGIA GLOBAL

Las nuevas grandes  
empresas y su escasa  
«Globalización»

LA FIRMA DE MERCADOS

Mercados y geopolítica

HOMO OECONOMICUS

Pensiones V:  
¿existe la Seguridad Social  
en los EE.UU?

PASEO GLOBAL

Unión financiera de  
la eurozona: integración  
y arquitectura





**Empresa Global**

Nº 183 (mayo 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, Pablo Aumente, Beatriz Castro, M<sup>a</sup> Montaña González, Nereida González, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Verónica López, Patricia Juárez, Emilio Ontiveros y Ricardo Pedraz.

**CONSEJO DE REDACCIÓN**

Emilio Ontiveros  
Diego Vizcaíno, Verónica López, 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, Dori Cobo y Daniel Sánchez Casado

# Tecnología, privacidad y economía

**E**l derecho fundamental a la protección de datos reconoce al ciudadano la facultad de controlar su información personal, disponer y decidir sobre ella. Este mes de mayo empieza a aplicarse el Reglamento General de Protección de Datos, una nueva norma de la UE que sustituirá la Directiva de Protección de Datos de 1995 para adaptar la normativa a los últimos desarrollos tecnológicos y a lo que supone la globalización, con el objetivo de garantizar la protección de los datos personales de los ciudadanos de la Unión Europea, aumentando las obligaciones de las organizaciones que recopilan o procesan datos de carácter personal.

Esta regulación supone un cambio radical para la sociedad en su conjunto: la normativa refuerza los derechos de los ciudadanos sobre su información personal y cambia la forma en que las organizaciones gestionan los datos, un insumo básico de la era digital en la que nos encontramos inmersos.

Por todo ello, el presente número de Empresa Global está dedicado casi íntegramente a este tema. Analizamos el impacto de la nueva norma desde distintas perspectivas y ámbitos sectoriales de interés haciendo énfasis en el sector financiero (banca y seguros), pero también abordando aspectos de impacto en el conjunto de la economía por la multitud de retos y oportunidades presentes y futuras que supone.

De hecho, la sociedad todavía no es capaz de asimilar y ser consciente de la enorme cantidad de datos que produce y revela diariamente. A la vez, el dato en sí mismo no es generador de valor a menos que sea objeto de un proceso de refinamiento, procesamiento y análisis científico que le dote de utilidad. Todo esto y mucho más se razona en la sección Tecnología de la revista.

Otro tema relevante que no podíamos dejar atrás este mes es la evolución de los países emergentes. Tras más de dos años de un muy buen desempeño, asistimos a un escenario de volatilidad e incertidumbre acompañado de salidas de flujos de inversión, que ha llevado a un incremento de la prima de riesgo.

Para terminar, las cuatro prestigiosas firmas que siempre nos acompañan también reflexionan en este número sobre temas de gran actualidad. La tribuna de Mauro Guillen ilustra la evolución de las grandes empresas de la economía digital a nivel global. Emilio Ontiveros analiza los problemas que presentan la unión monetaria y las políticas económicas de la Unión Europea. José Antonio Herce subraya la importancia del servicio que prestan los sistemas de Seguridad Social y las cuestiones de sostenibilidad a las que se enfrentan y José Manuel Amor da cuenta del impacto en los mercados financieros de los últimos acontecimientos en materia geopolítica ::

La Directora

## TEMA DE PORTADA

### El nuevo Reglamento General de Protección de Datos

En búsqueda del equilibrio entre tecnología y privacidad, el Reglamento tiene la finalidad de concienciar tanto a los responsables que tratan datos personales como a los propios ciudadanos y supone un desafío importante para la sociedad.  
Pag. 3



## ESCUELA

### Tendencias de protección de datos en la industria aseguradora

El cumplimiento normativo que impacta en las aseguradoras está en constante evolución y, en lo que respecta a protección de datos, hay que destacar el nuevo Reglamento General de Protección de Datos.  
Pag. 9



## 30 AÑOS DE ECONOMÍA

### La evolución de las regiones españolas en términos comparados

El crecimiento económico acumulado en el periodo 1987-2017 ha producido una mejora generalizada de los niveles de desarrollo en todas las regiones españolas.  
Pag. 14



#### ESTRATEGIA GLOBAL

### Las nuevas grandes empresas y su escasa «Globalización»

MAURO GUILLÉN

Pag. 17



## PERSPECTIVAS

### Emergentes bajo presión

Tras más de dos años de un muy buen desempeño de los países emergentes, asistimos a un escenario de volatilidad e incertidumbre acompañado de salidas de flujos de inversión, que ha llevado a un incremento de la prima de riesgo.  
Pag. 7



## TECNOLOGÍA

### La cara y la cruz de la economía de los datos

En la economía del conocimiento, los datos son insumo básico. Pero el dato en sí mismo no es generador de valor a menos que sea objeto de un proceso de refinamiento, procesamiento y análisis científico que le dote de utilidad.  
Pag. 11



#### HOMO OECONOMICUS

### Pensiones V: ¿existe la Seguridad Social en los EE.UU.?

JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 21



#### LA FIRMA DE MERCADOS

### Mercados y geopolítica

JOSÉ MANUEL AMOR

Pag. 19



#### PASEO GLOBAL

### Unión financiera de la eurozona: integración y arquitectura

EMILIO ONTIVEROS

Pag. 23





# El nuevo Reglamento General de Protección de Datos

[iStock/Thinkstock]

En búsqueda del equilibrio entre tecnología y privacidad, el Reglamento tiene la finalidad de concienciar tanto a los responsables que tratan datos personales como a los propios ciudadanos y supone un desafío importante para la sociedad en su conjunto.

Patricia Juárez | Consultora del área jurídica de Afi

Beatriz Castro | Consultora del área de Servicios Financieros de Afi

Big Data, fintech, globalización y digitalización son conceptos con los que estamos familiarizados y que en los últimos años han adquirido una importancia fundamental. La conocida como «cuarta revolución industrial» es ya una realidad, en la que la tecnología afecta de forma directa a la forma en la que vivimos y a las relaciones personales y profesionales. El alcance de los efectos es difícil de determinar, por la escala y la complejidad de la transformación. En este contexto, supone un desafío garantizar el **derecho a la privacidad**, derecho humano fundamental reconocido en distintos tratados internacionales, máxime cuando el dato se configura como activo de gran valor en varios ámbitos.

La Directiva 95/46/CE no era suficiente para atender las exigencias de la **Sociedad de la Información**, pues aunque sus principios sean válidos, no otorgaba la suficiente seguridad en materia de protección de datos personales, existiendo un riesgo para las personas físicas. Así, tras más de veinte años de avances tecnológi-

cos, era una exigencia elaborar un nuevo texto normativo adaptado a la realidad actual, en la que la globalización ha ocasionado un incremento de los flujos transfronterizos de datos. Precisamente a esta exigencia responde el nuevo Reglamento (UE) 2016/679 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de abril de 2016 («Reglamento General de Protección de Datos»), que resultará de aplicación a partir del próximo **25 de mayo de 2018**.

Pero ¿por qué es tan relevante el Reglamento? ¿Realmente supone un cambio sustancial con respecto a la normativa anterior? La respuesta es, sin lugar a dudas, sí. Hay un cambio estructural en la definición del sistema de protección de los derechos de las personas físicas en relación con el tratamiento de sus datos personales. Quizá uno de los rasgos más relevantes del Reglamento es la **transversalidad** del mismo: no solo afecta a las entidades financieras, sino a todas las organizaciones que realicen tratamientos de datos perso-

nales. Centros docentes, colegios profesionales, entidades que exploten redes y presten servicios de comunicaciones electrónicas, centros sanitarios, organizaciones que desarrollen actividades de publicidad y prospección comercial y la propia administración pública son solo algunos de los afectados en un contexto en el que el tratamiento de datos personales está a la orden del día.

Pero, más allá de esta necesaria actualización, el Reglamento tiene la finalidad de concienciar a la sociedad en su conjunto, no solo a los responsables que tratan datos personales sino también a los propios ciudadanos propietarios de sus datos. En general, estamos más que familiarizados con la existencia de largas cláusulas de protección de datos, pero rara vez las revisamos con detalle. El lenguaje excesivamente jurídico, el tamaño de la fuente, o la extensión del texto son incentivos suficientes para que aquellos que, heroicamente, han intentado pasar del primer párrafo, desistan de tal hazaña. Ya sea en formato electrónico o en papel, se busca el espacio para la firma o el botón de «acepto», y nada más.

Sin embargo, cuando nuestro dispositivo móvil nos pide que valoremos el restaurante del que acabamos de salir, sin haber hecho nada «activamente» que le permitiera saber dónde íbamos a comer, es normal sentirse en cierta medida contrariado, incluso observado: «¿Cómo sabe que acabo de comer en este restaurante?» Seguramente hayas reservado a través de una aplicación, a la que le permitiste acceso a tu agenda, a tus contactos y a tu ubicación. De hecho, es más que posible que posteriormente recibas correos electrónicos solicitando tu valoración del restaurante, o promociones para ese local, o para otros que, por tus gustos, pueden encajar con tu perfil. ¿En qué momento has autorizado que un innumerable número de empresas conozcan, evalúen, perfilen y monitoricen tus preferencias? De forma más o menos consciente, la autorización existe desde que se pulsa el botón de «Acepto» para tener esa aplicación tan cómoda que, además, es gratis. Y como se suele afirmar, «si el servicio es gratis, el producto eres tú».

Por esta razón, la concienciación y formación son dos elementos esenciales para el éxito de la implementación del nuevo Reglamento que, junto con la obligación de informar de forma concisa, transparente, inteligible y fácilmente accesible, garantizan de forma efectiva el control por parte de los interesados de sus datos personales. Atrás quedaron aquellas extensas cláusulas pocas veces leídas y, en ocasiones, aceptadas con demasiada facilidad.

#### **IMPLICACIONES PARA EL SECTOR BANCARIO. UN CAMBIO DE PARADIGMA**

Desde que se publicó el Reglamento en abril de 2016, muchos fueron los que se llevaron las manos a la cabe-

za pensando en cómo afectaría esta nueva normativa a la actividad diaria de cualquier banco. Después de años interiorizando la idea de que «el valor está en los datos», invirtiendo millones en grandes proyectos para «extraer el valor de los datos», e implementando nuevas tecnologías que favoreciesen esta tendencia (*Big Data*, modelos predictivos, *Machine Learning*, computación cognitiva, etc.), el Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea publican un nuevo Reglamento que parece que dificulta estos esfuerzos. Durante los dos años que se han otorgado como periodo de adaptación al Reglamento, las entidades «más aplicadas» que empezaron a trabajar en su implantación de forma temprana se han enfrentado a numerosos escollos.

En primer lugar, identificar los flujos de datos personales en un banco es una tarea complicada y ambiciosa, y es que, en definitiva, el **concepto de dato personal** comprende *cualquier información numérica, alfabética, gráfica, fotográfica, acústica o de cualquier otro tipo concerniente a personas físicas identificadas o identificables*. Por tanto, la mayor parte del trabajo de las entidades financieras se realiza sobre datos personales: las cuentas, los movimientos, los productos contratados, etc.

La definición de dato personal es tan amplia que abarca prácticamente toda la información que se utiliza en las entidades financieras, a excepción de dos grandes categorías: la **información anónima** y los datos referentes a las **personas jurídicas**. En el primer caso, el Reglamento no resulta de aplicación, si bien en el segundo conviene apuntar una serie de matices. ¿Toda la información relativa a las personas jurídicas está excluida del ámbito de aplicación del Reglamento? En efecto, así sucede con datos como la razón social, el domicilio, los estados financieros, etc. (sin perjuicio, en su caso de las obligaciones de confidencialidad). Ahora bien, **¿qué sucede con los conocidos como datos profesionales?** La interpretación mayoritaria es clara, y señala que este tipo de datos, característicos del ámbito mercantil, se encuentran dentro del ámbito de aplicación del Reglamento, pero su tratamiento se encuentra amparado por el interés legítimo, concepto que veremos más adelante.

Una vez acotado el perímetro de aplicación del nuevo Reglamento (tan complejo y tan sencillo a la vez como decir «toda la organización») la siguiente pregunta es «¿quién se va a hacer cargo de todo esto?» Tradicionalmente, el grueso de responsabilidad de la antigua normativa de protección de datos («LOPD») residía en los departamentos de tecnología y operaciones (Seguridad de la Información, Administración Central, etc.), con apoyo de las áreas de Asesoría Jurídica y/o Cumplimiento Normativo. Esto tiene sentido si nos paramos a pensar cómo se configuran las obligaciones de la antigua LOPD: declaración de ficheros a la Agencia Española de Protección de Datos (AEPD), elaboración

de un Documento de Seguridad, procedimiento para garantizar el ejercicio de los derechos a los interesados y aplicación de diferentes medidas de seguridad a aplicar de acuerdo al nivel de seguridad de los datos.

Sin embargo, este modelo de gobierno deja de ser válido bajo el nuevo Reglamento debido al nuevo **principio de responsabilidad proactiva**. Este principio implica que las medidas correctivas en materia de protección de datos no son suficientes, sino que es necesario introducir la protección de datos en la **cultura de la organización**, desde las capas operativas hasta las de dirección y gestión, de tal forma que todas las medidas preventivas que se adopten queden documentadas para poder demostrar el cumplimiento con la norma. Por tanto, el Reglamento supone el cambio desde un modelo «paternalista», con unas instrucciones más o menos claras para cumplir con la norma, hacia un modelo de **autorregulación** en el que la norma puede resultar ambigua (quedando sujeta a la interpretación de la misma, en línea con la *Common law* anglosajón). Algunas de las consecuencias son las siguientes:

- No será necesario declarar los ficheros a la AEPD, pero será preciso elaborar un **registro interno** de los tratamientos de datos personales.

- Se sustituyen las medidas de seguridad asociadas a las diferentes categorías de datos debiendo llevarse a cabo una evaluación de impacto (*DPIA, Data Protection Impact Assessment*, por sus siglas en inglés) y, en función del resultado de este análisis, aplicar las medidas de seguridad que sean más apropiadas.

- En el supuesto de que se produzca una incidencia de seguridad de datos personales, la organización deberá notificar tal hecho a la AEPD y, en algunos casos, a los propios afectados. No es suficiente la gestión interna de la incidencia, aumentando por tanto el riesgo reputacional de las entidades.

Todas estas modificaciones hacen que sea imposible definir una única figura dentro de los bancos que pueda encargarse del cumplimiento del Reglamento, siendo más aconsejable definir un **órgano de gobierno multidisciplinar**, compuesto por integrantes de diferentes áreas, responsable de supervisar las medidas necesarias para garantizar la adecuada implementación del Reglamento. Este órgano, en línea con el carácter transversal de los tratamientos de datos personales en los bancos, debería estar formado, al menos, por miembros de Cumplimiento Normativo, Asesoría Jurídica, Tecnología y Operaciones, Riesgos, Recursos Humanos y Áreas Comerciales (Negocio, Marketing, etc).

Uno de los fallos más comunes a la hora de implementar el Reglamento es el relativo a las funciones del **Delegado de Protección de Datos (DPO, Data Protection Officer)** por sus siglas en inglés). Esta nueva figura que introduce el Reglamento, obligatorio para todas las entidades financieras, debe ser la responsable de su-

pervisar el cumplimiento de la norma y el punto de contacto dentro de la organización, tanto para autoridades como para interesados, en lo que a protección de datos personales se refiere.

**¿Cuál es el malentendido que se está produciendo con respecto al DPO?** Muchas entidades que han designado al DPO le han responsabilizado de la adaptación completa al Reglamento. Se trata de una trasgresión del modelo de las tres líneas de defensa, por el cual el DPO debería situarse en la tercera línea, al igual que las áreas de Auditoría Interna, y no en la primera línea de operaciones. Esta confusión genera dentro de los bancos un **conflicto de intereses**, al convertir al DPO en juez y parte. Por ejemplo, si el DPO establece la metodología de evaluación de impacto de los tratamientos de datos personales, al supervisar dicha metodología estará **autoevaluándose**, por lo que es cuestionable afirmar que efectivamente se aplica un criterio objetivo.

#### **PÁNICO A LA PROTECCIÓN DE DATOS: EL CONSENTIMIENTO**

Acotado el ámbito de aplicación del Reglamento y establecidas las responsabilidades, llega el momento de máximo pánico dentro de las entidades financieras, al revisar la nueva definición de **consentimiento**: «Acto afirmativo claro que refleje una manifestación de voluntad libre, específica, informada, e inequívoca del interesado de aceptar el tratamiento de datos de carácter personal que le conciernen (...) Por tanto, el silencio, las casillas ya marcadas o la inacción no deben constituir consentimiento» [Considerando (32) del Reglamento (UE) 2016/679 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de abril de 2016]. Es entonces cuando las entidades llegan a la fatídica conclusión: «Ya no podemos enviar ninguna comunicación comercial a nuestros clientes». Es conveniente matizar esta afirmación pues, en líneas generales, el Reglamento es más flexible de lo que pudiera parecer y no supone un impedimento en la práctica para las áreas de comunicación.

Efectivamente, la nueva definición de consentimiento hace que los conocidos como «consentimientos tácitos», derivados de la inacción o el silencio, pierdan su validez. La máxima de «salvo que me indiques lo contrario, entiendo que estás conforme» no es suficiente. Además, ya no podemos intercalar las cláusulas relativas a protección de datos entre los eternos cláusulados que acompañan a la mayoría de contratos, y considerar que la firma de ese contrato en cuestión supone un consentimiento expreso. Hay que informar, de manera clara y sencilla de los aspectos clave del tratamiento siguiendo el **principio de transparencia** que introduce el Reglamento, y obtener un consentimiento activo y afirmativo. Tampoco se podrá supeditar la prestación de un servicio o comercialización de un

producto a la obtención de un consentimiento que no sea necesario para la ejecución de ese contrato. Por ejemplo, un comercial bancario que esté comercializando tarjetas de crédito no puede condicionar la prestación de su servicio a la obtención de un consentimiento para poder enviar publicidad sobre seguros.

En este punto entra en juego otro principio de marcada importancia en el Reglamento, el **principio de minimización de datos**, que presenta una doble vertiente. Así, la minimización de datos se aplica **de forma general**, tratando solamente aquellos datos que sean necesarios para la finalidad del tratamiento en cuestión, y **se minimiza la extensión temporal**, debiendo retener los datos para su tratamiento por el mínimo tiempo necesario. En el caso de los bancos, la tendencia ha sido la de almacenar a lo largo de los años todos los datos de antiguos clientes sin que, en muchos casos, se hayan adoptado medidas para protegerlos o aislarlos (seudonimización o encriptación de datos). Por tanto, en el listado de tareas para la implantación del Reglamento se debe definir cómo garantizar la minimización temporal de los datos, entre otras cuestiones.

En muchos casos los bancos han tratado de abordar el problema de los consentimientos analizando el estado actual de los consentimientos de su stock de clientes. Con frecuencia, la dificultad que se han encontrado es que no contaban con un solo consentimiento (válido o no) por cada cliente, sino que los consentimientos se habían ido recogiendo históricamente por producto o servicio. Por tanto, cada cliente tenía tantos consentimientos como contratos firmados con la entidad. Estos consentimientos variaban en cuanto a forma (digitales o en documento físico) o contenido (diferentes clausulados), haciendo inviable llegar a un estado de situación sobre los mismos. Por tanto, la pregunta más repetida en los bancos ha sido, **¿tengo que pedir consentimientos a todos mis clientes?**

A estos efectos, el Reglamento establece cuatro bases legales válidas para realizar tratamientos de datos personales:

- **Cumplimiento de una obligación legal** (aplicable al responsable), como puede ser la normativa de Prevención de Blanqueo de Capitales y Financiación del Terrorismo (PBC FT).

- **Ejecución de un contrato en el que el interesado es parte**, o aplicación a petición de este de medidas precontractuales: por ejemplo, en el caso de un contrato de cuenta corriente, el banco necesita obligatoriamente tratar datos personales para poder prestar este servicio.

- **Consentimiento válido**, en los términos señalados en el Reglamento, que será necesario cuando se trate de cualquier tratamiento con una finalidad comercial

(envío de comunicaciones comerciales, cesión de datos a terceros, estudios y perfiles con fines comerciales).

- **Interés legítimo**. El Reglamento determina que un tratamiento de datos es válido si este es necesario para satisfacer el interés legítimo del responsable, siempre que no prevalezcan los intereses o los derechos y libertades fundamentales del afectado.

Es, precisamente, el **interés legítimo** el que está generando mayor incertidumbre, al configurarse como concepto jurídico indeterminado y, en consecuencia, entrar en juego la interpretación en el momento de su aplicación práctica.

La mayoría de los tratamientos de datos personales de los bancos se pueden apoyar en la base de la ejecución de un contrato, exceptuando todos aquellos con finalidades comerciales. Dada la inviabilidad de comprobar la validez de los consentimientos históricos, las entidades se enfrentan a la disyuntiva de solicitar nuevos consentimientos a todos sus clientes para poder seguir usando sus datos con fines comerciales, o bien basarse en el interés legítimo y seguir tratando los datos sin obtener nuevos consentimientos. Los más conservadores opinan que tratar de justificar la existencia de un interés legítimo sin que prevalezcan los derechos y libertades de los interesados es difícilmente justificable. Otros, en cambio, señalan que, tras haber mantenido una relación comercial con los clientes, durante varios años en algunos casos, justifica ese interés legítimo y, por tanto, se puedan seguir realizando tratamientos de datos con fines promocionales.

No obstante, aunque se opte por la vía del interés legítimo, debido al principio de transparencia previamente comentado y a los nuevos requisitos de información recogidos en el Reglamento, será necesario que las entidades realicen, al menos, una comunicación informativa a todos los interesados.

No cabe duda de que la adaptación al Reglamento supone un desafío para la sociedad en su conjunto. Empresas, administración pública y ciudadanos en general deben concienciarse y conocer el valor de los datos, y el efecto de difundir o ceder información no autorizada. La experiencia de Facebook con el escándalo de Cambridge Analytica, las dimisiones de altos cargos por la difusión de información referente a los mismos o el incremento de las amenazas de seguridad, son solo algunos de los casos que ponen de manifiesto la necesidad de controlar los datos personales para garantizar el **derecho a la privacidad** de las personas. Es fundamental implementar las nuevas exigencias, pues de lo contrario la Sociedad de la Información quedará desvirtuada. Y, en este punto, es de nuevo el Reglamento el que en su Considerando (4) nos recuerda que «El tratamiento de datos personales debe estar concebido para servir a la humanidad» y, por tanto, en ningún caso las personas están al servicio de los datos ::

# Emergentes bajo presión



Tras más de dos años de un muy buen desempeño de los países emergentes, asistimos a un escenario de volatilidad e incertidumbre acompañado de salidas de flujos de inversión, que ha llevado a un incremento de la prima de riesgo.

Nereida González @nereidaglopez | Consultora del área de Mercados de Afi

Desde mediados de abril los mercados emergentes han vuelto a situarse en el punto de mira de los inversores. Se han observado salidas de flujos de inversión tanto en renta fija como en renta variable (las estimaciones del *Institute of International Finance*, IIF, apuntan a cerca de 9.000 millones de dólares desde mediados de abril) en paralelo a una relativamente intensa corrección de los principales activos de estos países.

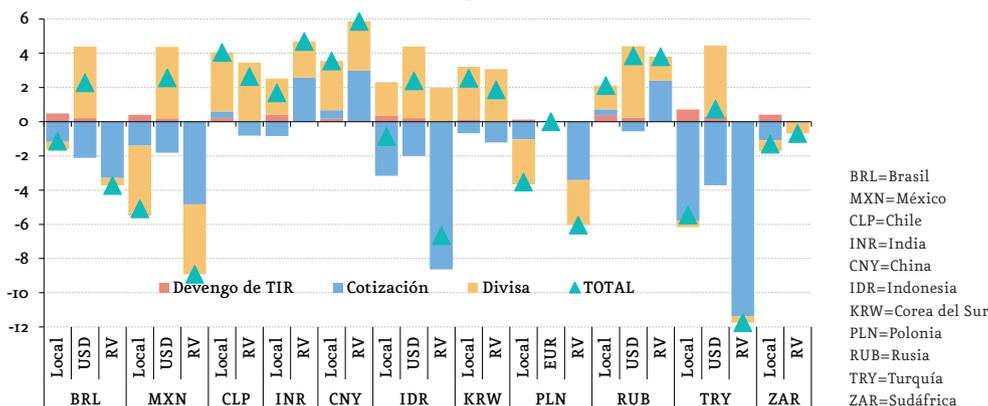
Las mayores cesiones se han producido en renta variable y deuda en divisa local. Son precisamente estos activos en los que el componente de riesgo emergente es máximo (por el activo y por la divisa) a diferencia de en la deuda denominada en divisa fuerte (dólar EE.UU. por lo general), donde se mitiga el riesgo de depreciación de la moneda local. Para el caso de un inversor en euros, las cesiones en esta última clase de activo han sido menos abultadas, debido a la apreciación del dólar.

El análisis del castigo reciente a los activos emergentes por país permite extraer conclusiones sobre los factores subyacentes al mismo. Por un lado, los países más castigados en este último episodio –Turquía, Argentina, Brasil y México– comparten una sensibilidad elevada a un repunte de los tipos de interés del dólar EE.UU. y a la apreciación de esta divisa. La razón principal tras la espe-

cial sensibilidad de este grupo de países a los tipos y la divisa EE.UU. es un elevado nivel de deuda externa (pública y privada). En un segundo nivel, no tan determinante, el reducido stock de reservas de divisas ha pesado también. En el otro extremo del espectro de castigo financiero reciente a países emergentes encontramos a aquellos que comparten una sensibilidad limitada ante elevaciones en los tipos de interés del dólar EE.UU. y una vinculación a la evolución de las materias primas. Es el caso de Rusia, Colombia y Chile.

El caso de Argentina, que ha vuelto a apelar a la ayuda del FMI, si bien, con carácter preventivo, es un ejemplo del primer grupo, aunque con problemas estructurales más profundos y urgentes que implican una posición de partida más débil. La necesidad de defender el peso para frenar el encarecimiento de la deuda externa y la imposibilidad de seguir haciéndolo a través de la venta de reservas oficiales (comprometidas en su mayor parte para el repago de la deuda recientemente emitida) derivó en una drástica elevación de los tipos de interés por parte del Banco Central (del 27% al 40% en apenas una semana). La insostenibilidad de la situación derivó en la petición de ayuda financiera al FMI, abriéndose unas negociaciones de duración y resultado final inciertos.

## Rentabilidad de renta fija, bolsa y divisa emergente en el último episodio de corrección en mercados iniciada el 18 de abril del 2018 (%, expresada en EUR)

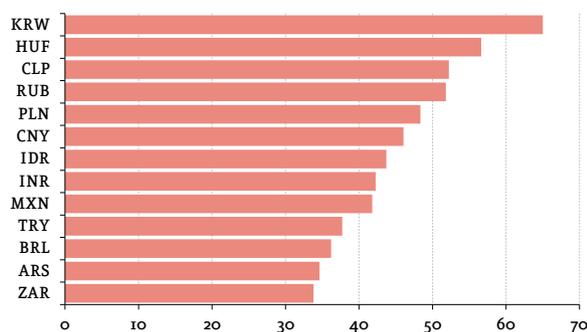


Fuente: Afi, Bloomberg.

El contexto de volatilidad e incertidumbre actual en torno a las economías emergentes es propicio para realizar un repaso a las variables clave para su evolución, y la de sus activos financieros, a medio plazo. Destacamos cuatro pilares: desempeño económico, comercio mundial, incertidumbre geopolítica y tipos de interés en economías desarrolladas (aspecto este último ya comentado).

La evolución macroeconómica reciente refleja un desempeño algo peor de lo inicialmente esperado, común a la eurozona y, en menor medida, EE.UU. Este deterioro está sin embargo localizado en economías concretas como Rusia, Turquía y sobre todo, Argentina. En este último país cabe esperar que las recetas del FMI profundicen en el ajuste económico a corto y medio plazo. Aunque el riesgo de contagio al conjunto de la región de América Latina es moderado dado el bajo peso relativo de la economía argentina en el área (9%), la exposición de Brasil, vía sector exportador, es significativa. Es difícil, por tanto, manejar como escenario central un episodio de crisis económico-financiera generalizado en estas economías.

### Índice de participación en las cadenas de producción globales (%)



KRW=Corea del Sur, HUF= Hungría, CLP=Chile, RUB=Rusia, PLN=Polonia, CNY=China, IDR=Indonesia, INR=India, MXN=México, TRY=Turquía, BRL=Brasil, ARS=Argentina, ZAR=Sudáfrica.

Fuente: Afi, OCDE.

La escalada proteccionista, de materializarse finalmente de forma generalizada, supone un serio riesgo para las economías emergentes en su conjunto, pero sobre todo hacia la economía China, en plena transición de modelo de crecimiento y amenazada por una deuda muy elevada; y a aquellos países que participan en mayor medida de las cadenas de valor global (Corea, Hungría o Chile destacan en este sentido). En este punto, y asumiendo que las negociaciones entre EE.UU. y China se extenderán durante al menos un par de meses, se impone el escepticismo y la prudencia.

La geopolítica también es un factor clave para los emergentes. A las próximas elecciones en México, Brasil o Turquía se unen las sanciones a Rusia por parte de EE.UU. y la creciente inestabilidad en Oriente Medio, a la que contribuye especialmente la reciente retirada del acuerdo nuclear iraní por parte de EE.UU. Un deterioro material de la situación en Oriente Medio tiene implicaciones claras sobre precios de la energía y, en caso de elevación intensa, sobre el ciclo económico global, al que los emergentes muestran una beta superior a la unidad. En México, la posible victoria del candidato de corte (en principio) populista, López Obrador, se une a la incertidumbre de la renegociación del NAFTA. En Brasil, la incertidumbre electoral es mayor si cabe tras la entrada en prisión de Lula da Silva. Sin lugar a dudas e independientemente de que el resultado de estas citas sea positivo o no, la incertidumbre hasta su desenlace debería actuar de freno a los flujos de inversión en estas economías, tanto en cartera como en inversión directa extranjera.

En conclusión, tras más de dos años de muy buen desempeño por parte de los activos emergentes en general, el año 2018 se está desarrollando por derroteros que justifican una elevación de la prima de riesgo que los inversores deben asociar a este *asset class*, cuyas perspectivas a largo plazo son, en ausencia de materialización de escenarios de cola, positivas ::

# Tendencias de protección de datos en la industria aseguradora



El cumplimiento normativo que impacta en las entidades aseguradoras está en constante evolución y, en lo que respecta a la protección de datos, hay que destacar el nuevo Reglamento General de Protección de Datos (GDPR, en sus siglas en inglés). En este contexto, la industria aseguradora no puede quedar ajena al amplio espectro de novedades que incorpora el nuevo marco normativo, tal y como se puso de manifiesto en la Jornada Normativa en Distribución de Seguros: IDD - LDS - GDPR, celebrada en Afi Escuela de Finanzas.

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

«El 25 de mayo es el día que se enciende la llama olímpica». Con estas palabras comenzó su intervención como ponente D. José Luis Piñar Mañas<sup>1</sup>, uno de los mayores expertos en protección de datos del panorama europeo en la Jornada Normativa en Distribución de Seguros: IDD - LDS - GDPR, celebrada en Afi Escuela de Finanzas<sup>2</sup>. En efecto, tan señalada fecha marca el comienzo de un **nuevo modelo de protección de datos basado en la responsabilidad proactiva** (artículo 24 GDPR). Es decir, los sujetos obligados han de diseñar, aplicar y demostrar que disponen de las medidas de seguridad, técnicas y organizativas oportunas (gobierno responsable) para garantizar que cumplen con la normativa. Este nuevo modelo supone un cambio de paradigma que afecta, entre otros, a ámbitos de especial sensibilidad para el sector asegurador.

## ¿QUÉ IMPLICACIONES TIENE LA DESAPARICIÓN DEL CONSENTIMIENTO TÁCITO?

Entre las numerosas novedades que trae consigo el Reglamento, **el consentimiento tácito ya no será válido** para el tratamiento de los datos, y **se requerirá de un consentimiento expreso** para entender que aquél se ha otorgado. En esta línea, «el silencio, las casillas pre-marcadas o la inacción no deben constituir consentimiento» aclaró el profesor Piñar. De este modo, **los consentimientos tácitos obtenidos con anterioridad a la fecha de aplicación del GDPR no serán válidos**, ya que «solo serán válidamente obtenidos si se obtuvieron conforme a lo establecido por el Reglamento». Adicionalmente, en base al Principio del consentimiento, los datos no se podrán utilizar para una finalidad distinta para la que fueron recabados, y cuando ya no tengan utilidad se tendrán que cancelar (Principio de calidad del dato).

### ENTONCES, ¿QUÉ HACER CON LOS DATOS RECABADOS EN PÓLIZAS DE SEGURO QUE SE DAN DE BAJA?

Si un cliente cancela una póliza, en principio no hay que borrar sus datos de manera inmediata. Se podrán mantener en la medida en que sean necesarios, por ejemplo, para la gestión de primas pendientes de cobro o tramitación de siniestros sujetos a resolución. Ahora bien, salvo supuestos como estos, **las compañías deberán eliminar todos los datos** en el momento que finalice la relación jurídica en su totalidad **salvo que se cuente con su consentimiento expreso**. Así, en el caso de pretender volver a captar al tomador que canceló la póliza con la compañía aprovechando los datos anteriores, habría que contar con su consentimiento expreso.

### ¿SE PUEDE CONVERTIR UN CONSENTIMIENTO TÁCITO EN EXPLÍCITO?

La posibilidad de conversión **se podría articular en base a conductas que puedan indicar que ha habido consentimiento explícito, pero ello conlleva analizar caso a caso** (por ejemplo, la comunicación efectuada por un cliente a la compañía aseguradora para que le envíen la revista corporativa a una nueva dirección).

También se puede invocar la figura del interés legítimo del Responsable de tratamiento de datos (como podría ser la mercadotecnia) para justificar la conversión de consentimientos tácitos en explícitos, pero tal y como dispone el propio Considerando 47 del GDPR, *«requeriría una evaluación meticulosa, inclusive si un interesado puede prever de forma razonable, en el momento y en el contexto de la recogida de datos personales, que pueda producirse el tratamiento con tal fin»*.

### ¿QUÉ CAUTELAS HAN DE ADOPTARSE CON LAS CATEGORÍAS ESPECIALES DE DATOS?

En el plano asegurador, además, tiene **especial incidencia la prohibición relativa al tratamiento de categorías especiales de datos**, entre los que se encuentran los **datos genéticos**, los **datos biométricos**

que permitan la identificación unívoca de una persona o los **datos relativos a la salud**. En estos casos, además de las obligaciones impuestas para el tratamiento de estas categorías especiales de datos, se establece por defecto un **principio general de prohibición de tratamiento**. Sólo se exceptúan determinados supuestos como que el interesado haya dado su consentimiento explícito para fines específicos (excepto si está prohibido por la legislación vigente), que sea necesario para proteger los intereses vitales del interesado, o cuando el tratamiento esté fundamentado en la legislación vigente (entre otros supuestos).

### LAS ASEGURADORAS DISEÑAN UNA PLANTILLA PARA EL REPORTE DE VIOLACIONES DE DATOS SOBRE EL NUEVO GDPR, ¿CÓMO FUNCIONA?

En base al enfoque del riesgo, las empresas tienen que informar a la Agencia Española de Protección de Datos (AEPD) cuando hayan sufrido una brecha de seguridad. En este sentido, Insurance Europe ha desarrollado una **plantilla<sup>3</sup> para ayudar a las compañías de seguros** a cumplir con la obligación de **notificar las violaciones de datos personales**.

La plantilla está configurada de tal manera que **la información recogida pueda ser compartida sin necesidad de ser anonimizada o agregada**, ya que no será posible identificar a una empresa a través de la información que proporcione.

La plantilla tiene **3 secciones** distintas:

1. Datos personales e información sobre la empresa afectada (no compartida con terceros).
2. Detalles sobre el incidente de violación de datos (de conformidad con lo dispuesto en el Art. 33 GDPR), que se enviarán a la autoridad nacional de supervisión, cuando sea factible, a más tardar 72 horas después de haber tenido conocimiento de la violación.
3. Una sección que debe completarse una vez transcurrido el plazo de 72 horas en el que se dispone de más información sobre la violación de datos ::

<sup>1</sup> Catedrático de Derecho Administrativo; Delegado de Protección de Datos del Consejo General de la Abogacía Española; Ex-director de la Agencia Española de Protección de Datos (AEPD).

<sup>2</sup> Documentación de la Jornada disponible en: [www.afi-research.es/InfoR/secciones/1601154/Talleres-y-jornadas.html](http://www.afi-research.es/InfoR/secciones/1601154/Talleres-y-jornadas.html)

<sup>3</sup> [https://www.insuranceurope.eu/template-data-breach-notifications?utm\\_source=exacttarget&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=BDS+20+de+marzo+2018](https://www.insuranceurope.eu/template-data-breach-notifications?utm_source=exacttarget&utm_medium=email&utm_campaign=BDS+20+de+marzo+2018)

# La cara y la cruz de la economía de los datos



En la economía del conocimiento, los datos son insumo básico. Pero el dato en sí mismo no es generador de valor a menos que sea objeto de un proceso de refinamiento, procesamiento y análisis científico que le dote de utilidad.

Verónica López Sabater @Vlopezsabater | Consultora del área de Economía Aplicada de Afi

Nos encontramos al borde de la denominada Cuarta Revolución Industrial que, como las anteriores, está llamada a transformar buena parte, si no todos, de los ámbitos de nuestra existencia: cómo producimos, cómo consumimos, cómo nos relacionamos y comunicamos, en definitiva, cómo evolucionamos como sociedad.

La **Primera Revolución Industrial** estuvo sustentada en innovaciones tecnológicas como la máquina de vapor; la **Segunda** tuvo a la electricidad y el petróleo como detonantes; la **Tercera** eclosionó gracias al desarrollo de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC) que permitieron consolidar el proceso de globalización hoy irreversible. La actual (**Cuarta**) está sustentada en un elemento aparentemente más etéreo pero omnipresente: los datos.

Los datos generados por ciudadanos, empresas, administraciones públicas y objetos conectados (Internet de las Cosas, IoT por sus siglas en inglés) han aumentado exponencialmente en los últimos años, y la tendencia es imparable, a la espera del despliegue del 5G. De este crecimiento exponencial del volumen, la variedad y velocidad de generación de datos –de ahí el término Big Data–, y de las mayores capacidades para su captura, almacenamiento, procesamiento y análisis aplicando métodos de la ciencia de datos o Data Science. De la aplicación de dicha disciplina que engloba métodos computacionales, matemáticos y estadísticos que permiten responder preguntas aplicando el método científico –describiendo, anticipando, prediciendo sucesos y prescribiendo acciones–, surge la denominada Economía de los Datos.

Las preguntas que podemos responder hoy con tal cantidad de datos contribuyen a mejorar sustancialmente el conocimiento de los perfiles de clientes y usuarios de servicios de todo tipo (públicos o privados) para mejorar a su vez la calidad, idoneidad y/o personalización de dichos servicios; reducir costes mediante la detección y solución de ineficiencias; reducir riesgos (p.e. de desabastecimiento, sobrecarga, sobredemanda, sobreoferta, etc.); crear nuevos productos, servicios e incluso modelos de negocio, entre otras.

El desarrollo de otros avances tecnológicos tales como la Internet 2.0 (redes sociales) y sucesivas, o el sistema *Cloud* (centros de almacenamiento y procesamiento remotos de datos) han reducido las barreras de entrada de empresas y administraciones públicas a la inversión y uso de herramientas digitales para optimizar y proteger los datos, germen de la información y el conocimiento.

#### NECESIDAD DE UNA REGULACIÓN EQUILIBRADA

**La regulación es la salvaguarda de la privacidad de información sensible.** La recopilación y almacenamiento de datos personales por parte de entidades públicas y privadas demandó en su momento una serie de reglas de juego para tratar esta información ante la exposición masiva de datos por parte de las TIC, especialmente Internet. Con el inminente desarrollo del IoT sustentado en la captura y envío autónomos de datos por parte de objetos cotidianos conectados a Internet, además de implicaciones en materia de seguridad, también desvela nuevas preocupaciones en materia de privacidad y protección de datos, en este caso no necesariamente de carácter personal.

En términos geopolíticos, es interesante destacar que Europa es la región del mundo en que la protección de datos ha alcanzado un nivel más elevado, mientras que en Norte América la privacidad constituye el elemento central. Los principios y derechos básicos paneuropeos contemplados en el estándar internacional quedan recogidos en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD) de la UE, del que se detalla en otra sección de la presente edición de Empresa Global.

#### MERCADOS Y OPORTUNIDADES: TRANSICIÓN DE LA ECONOMÍA «BRICK AND MORTAR» A LA ECONOMÍA DE LA INFORMACIÓN

La gran masa de datos que hoy generamos, almacenamos y custodiamos supone un reto de capacidad para las empresas, facilitado, eso sí, por sistemas como el *Cloud Computing*, que permite ajustar el grado de demanda dotándolo de flexibilidad y eficiencia.

La efervescencia de los nuevos modelos de negocio –tanto locales como globales– que están reconfigurando la estructura de muchos mercados y sectores

productivos permite aumentar la eficiencia en la producción y, sobre todo, en la distribución de bienes y servicios, ya sean estos tradicionales o nuevos.

La innovación y la transparencia son atributos que de forma intensiva están desdibujando las barreras de entrada en ciertos mercados que se basaban en la información, fomentando una reorganización de los negocios tradicionales al aparecer nuevas empresas que impulsan una mayor competencia en el mercado. Un elemento básico y diferencial en el que se apoyan estas nuevas empresas intensivas en el uso de datos es la transparencia, por medio de la mayor disciplina introducida entre los operadores tradicionales. Estos sistemas corrigen o alinean a través de la reputación los incentivos de la oferta y la demanda y permiten una asignación más eficientemente de los recursos por parte de ambas partes del mercado.

Desde un punto de vista económico, las plataformas digitales actúan como intermediarios entre oferentes y demandantes, y ya han transformado un amplio abanico de industrias en el escenario tradicional (las pioneras, aquellas relacionadas con contenidos educativos, informativos y culturales, transporte, alojamiento o compra-venta de bienes y servicios minoristas) y seguirán haciéndolo en otros sectores. Se benefician de economías de escala por los elevados costes fijos; también de economías de red, cuya existencia no deja de constituir un importante desafío para la regulación en cuanto habilita a las plataformas a erigir nuevas barreras de entrada a medida que las redes se multiplican bajo la misma plataforma. Esto significa que la utilidad de los consumidores en un lado del mercado aumenta, conforme lo hace el número de consumidores en el otro lado. Este efecto plantea implicaciones importantes, tanto para las estrategias de negocio como para las estructuras de los mercados con múltiples lados.

#### EFFECTOS SOBRE EL EMPLEO

Se ha abierto el debate del impacto que ejercerá sobre el empleo. En la medida en que las máquinas puedan reemplazar parte o la totalidad de algunas tareas desarrolladas actualmente por trabajadores, gracias al procesamiento de información de manera instantánea (*machine learning*) o los nuevos avances en la producción industrial (como la impresora 3D o el vehículo autónomo), resulta inevitable pensar que buena parte de los puestos de trabajo que conocemos hoy desaparecerán o, cuanto menos, se convertirán. Sin embargo, **la revolución digital y la economía de los datos también abren un importante y variado abanico de oportunidades laborales** que es conveniente conocer y aprovechar.

La demanda de perfiles digitales no solo ha crecido de forma exponencial en los últimos años, sino

que está llamada a ejercer un papel relevante en la nueva estructura del mercado de trabajo. Destacan tres figuras: el Director de Datos o *Chief Data Officer* (CDO); el Ingeniero de Datos o *Big Data Engineer*; y los directores de seguridad y protección de datos. Los rasgos a destacar de este tipo de perfiles laborales son la multidisciplinariedad (matemáticos, estadísticos, ingenieros, informáticos y conocimientos en el ámbito de los negocios) y la capacidad de adaptarse a entornos cambiantes.

#### **MULTITUD DE RETOS PRESENTES Y FUTUROS**

Nos son pocos los retos que impone este nuevo paradigma. La **residencia y almacenamiento** de los datos es un factor clave para la soberanía y la construcción de la economía digital, por lo que los Gobiernos procuran adaptar la jurisdicción para mejorar su control. La **Estrategia Europea del Mercado Único Digital** tiene el propósito de mejorar el acceso de los consumidores y empresas a los bienes y servicios digitales en toda Europa y a la creación de derechos para los productores de datos. Procura resolver el *trade-off* entre el derecho a la propiedad intelectual, la privacidad y la innovación.

En este contexto, la sociedad todavía no ha asimilado la infinidad de información que produce y revela diariamente, muchas veces escapando a su control (por ejemplo, en el uso descuidado de las redes sociales). Esto provoca que la preocupación en torno a la privacidad de la información sea creciente, por lo que una serie de mecanismos tales como términos y condiciones de uso, avisos de privacidad y la eliminación o anonimización de contenidos se están implementando recientemente. Dado que el mismo dato puede circular por la red durante un tiempo muy prolongado, el **Reglamento General de Protección de**

**Datos** (RGPD) considera de máxima importancia el cumplimiento del derecho de información que todo titular de los datos tiene que tener sobre el tratamiento, uso y destino que se vayan a aplicar a sus datos personales.

Un reto básico son la seguridad y ciberdefensa, basadas en la prevención, en evitar pérdidas de datos y en la monitorización de los canales de transición mediante técnicas de encriptación, tokenización y gestión de claves para evitar el uso no autorizado y la corrupción de datos.

Finalmente, abordamos un último reto, que tiene que ver con la siguiente pregunta: **¿Cuánto contribuye la Economía de los datos a la economía?** Bueno... no existe en la actualidad un consenso definido en torno a la contribución de la economía de los datos al crecimiento. El sistema tradicional de medición a través del Producto Interior Bruto (PIB) se calcula a partir de las operaciones de compraventa llevadas a cabo en el mercado que llevan asociado un determinado precio, es decir, se basa en lo que se conoce como la economía de mercado. Este enfoque convencional no necesariamente puede valer para estimar el volumen de negocio que es capaz de generar la Economía de los datos.

Se abre, por tanto, un **debate sobre la capacidad de las estadísticas y metodologías empleadas hasta la fecha** para captar, precisamente, las nuevas relaciones comerciales características de la economía digital, en general, y de los datos en particular. La Cuarta Revolución Industrial supone, sin duda alguna, un replanteamiento de la manera en la que las estadísticas recogen la realidad socio-económica que emerge con el desarrollo de la economía de los datos, **obligando a los Sistemas de Cuentas Nacionales a reinventarse ::**

# La evolución de las regiones españolas en términos comparados



El crecimiento económico acumulado en el periodo 1987-2017 ha producido una mejora generalizada de los niveles de desarrollo en todas las regiones españolas. El desplazamiento de la población hacia las regiones en las que el crecimiento ha sido mayor ha atenuado el aumento de la renta per cápita en estos territorios, haciendo registrar una mayor aceleración en aquellas regiones con PIB per cápita por debajo de la media.

M<sup>o</sup> Montaña González | Consultora del área de Finanzas Públicas de Afi  
Ricardo Pedraz @RicardoPedraz | Consultor del área de Finanzas Públicas de Afi

Un análisis de las últimas tres décadas de evolución económica regional nos muestra que el crecimiento de las regiones españolas ha sido tan acentuado en términos globales que ha permitido alcanzar una mejora generalizada de los niveles de desarrollo en todas las regiones, más allá de la discontinuidad que puede observarse en los distintos ciclos económicos que han ocurrido en ese periodo. Cabe recordar que en estas últimas tres décadas se han producido dos periodos de recesión de distinta importancia, durante la primera mitad de los noventa y, sobre todo, la más reciente que se originó desde finales de la pasada década.

**El crecimiento económico acumulado por España en el periodo en el periodo 1987-2017** ha sido de 593.829 millones de euros, llegando a alcanzar un PIB de 1.163.662 millones de euros en 2017, lo que supone que la economía española ha duplicado su tamaño en estos 30 años. A lo largo de este periodo pueden distinguirse diferentes etapas; la primera corresponde a los años iniciales del periodo, que coincidió con la incorporación de España en la CEE y el desarrollo de infraestructuras para la proyección de nuestro país ante dos grandes eventos internacionales (la Expo '92 y los Juegos Olímpicos de Barcelona, principalmente), y durante el cual se registraron tasas de crecimiento superiores al 5% en casi todos los años.

Desde 1991 hasta 1995, en cambio, se presenta un ciclo de crisis con una recesión agravada por las devaluaciones de la peseta. A los estímulos monetarios la economía respondió con una fase de fuerte expansión alimentada por el sobreendeudamiento y el boom de la construcción hasta el año 2007, pero la «burbuja inmobiliaria» y el shock del sector financiero a escala mundial de nuevo derivaron en una grave recesión que no se logró superar hasta 2014. En estos últimos años el ciclo se ha reactivado con ritmos que apuntan a una nueva fase duradera de crecimiento económico.

Si descendemos en el **análisis a escala regional**, la imagen es bastante heterogénea en su composición. Las cuatro principales comunidades autónomas según su tamaño han pasado de suponer el 57,87% del PIB en 1987 a un 60,77% en 2017 (por orden descendente: Madrid, Cataluña, Andalucía y Valencia), pero no han sido necesariamente estas las regiones que han tenido un mayor crecimiento económico (salvo Madrid).

**Son aquellas regiones más vinculadas al arco mediterráneo las que han experimentado un crecimiento real que, en general, ha superado al resto de regiones españolas**, aunque con notables excepciones como La Rioja o Canarias, lo que constata el cambio de foco de crecimiento. Mientras en el pasado encontramos una cornisa cantábrica pujante y desarrollada, en los últimos lustros el mayor crecimiento económico se ha concentrado en la zona oriental y las regiones extrapeninsulares, así como en la propia Comunidad de Madrid. En las últimas tres décadas, por ejemplo, la Comunidad Valenciana ha duplicado su actividad económica, mientras que el crecimiento en Cantabria ha sido de poco más del 60%. Entre las zo-

nas más estancadas el Principado de Asturias es el caso más paradigmático, con crecimientos acumulados en su actividad del 45,8%, lo que supone un exiguo promedio anual medio del 1,2% anual, lejos del 2,3% de promedio anual nacional. En el extremo opuesto, Murcia es la región más dinámica, después de Madrid, cuyo PIB es un 122,1% superior al de 1987 y crecimientos medios anuales que superan el 2,6%.

En **términos per cápita, no obstante, la imagen es completamente diferente**. Las regiones más ricas de España no siempre han mejorado proporcionalmente su renta per cápita con respecto a lo que cabría esperar de unas regiones con una mayor capacidad y dinamismo. Entre aquellos territorios que han mostrado un mejor comportamiento relativo destacan las Comunidades de Galicia, Extremadura y Castilla y León, las cuales han registrado una renta per cápita inferior a la media, con menores bases fiscales y más dependientes de transferencias. Por otro lado, hay que subrayar el caso del País Vasco, cada vez más cerca de Madrid como región más rica tras un proceso de fuerte transformación y reconversión de su base económica, pero favorecida por un sistema de financiación que claramente le aporta más recursos por habitante que para las CC.AA. de Régimen Común. En el lado más negativo destaca Baleares porque su renta per cápita solo ha crecido un 25% y, de ser la región claramente mejor posicionada en los indicadores de riqueza en 1987, ha pasado a situarse actualmente en una posición más intermedia algo por encima de media nacional.

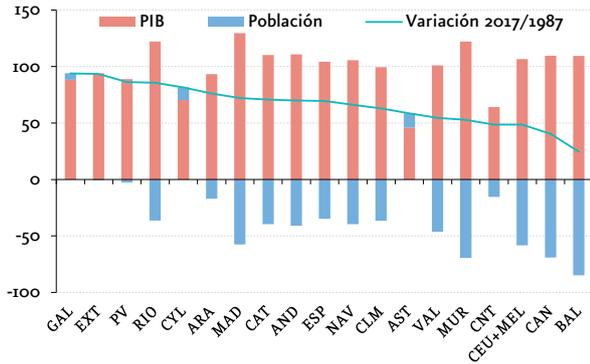
La explicación anterior viene determinada, en gran medida, por la variación que se ha producido en

#### EVOLUCIÓN DEL PIB REGIONAL 1987 Y 2017. PRECIOS CONSTANTES, 2010

Comunidades Autónomas	PIB 1987	PIB 2017	Crecimiento relativo 1987-2017	PIBpc 1987	PIBpc 2017	Crecimiento relativo 1987-2017
			%			%
Madrid	95.825.539	219.975.655	129,6	19.639	33.809	72,2
Murcia	13.655.510	30.343.856	122,2	13.470	20.585	52,8
La Rioja	3.663.718	8.136.621	122,1	14.027	26.044	85,7
Andalucía	73.633.820	155.213.496	110,8	10.870	18.470	69,9
Cataluña	106.166.413	223.139.221	110,2	17.540	29.936	70,7
Canarias	21.101.932	44.206.388	109,5	14.553	20.425	40,4
Baleares	14.281.931	29.910.829	109,4	20.680	25.772	24,6
Ceuta y Melilla	1.539.921	3.182.615	106,7	12.614	18.735	48,5
Navarra	9.640.160	19.826.748	105,7	18.608	30.914	66,1
<b>España</b>	<b>569.833.143</b>	<b>1.163.662.000</b>	<b>104,2</b>	<b>14.748</b>	<b>24.999</b>	<b>69,5</b>
Comunidad Valenciana	54.126.103	108.781.495	101,0	14.269	22.055	54,6
Castilla-La Mancha	20.070.366	40.046.056	99,5	12.080	19.681	62,9
Extremadura	9.541.175	18.519.886	94,1	8.926	17.262	93,4
Aragón	18.666.230	36.054.238	93,2	15.558	27.403	76,1
País Vasco	38.001.205	71.742.796	88,8	17.767	33.088	86,2
Galicia	32.323.981	60.824.207	88,2	11.601	22.497	93,9
Castilla y León	33.509.130	57.094.304	70,4	12.979	23.555	81,5
Cantabria	7.969.375	13.082.727	64,2	15.149	22.513	48,6
Asturias	15.570.602	22.708.362	45,8	13.908	22.046	58,5

Fuente: Afi, INE, FEDEA.

## Descomposición de la variación del PIB per cápita por CC.AA. 1987-2017 (%)



Fuente: Afi, INE, FEDEA.

la población de cada uno de los territorios. Algunas regiones, como Murcia, Canarias o Baleares, se posicionan por encima de la media en términos de crecimiento económico, mientras que en términos de renta per cápita, se encuentran en las últimas posiciones debido a que han sido las comunidades que han visto incrementada su población con mayor intensidad en los últimos treinta años. En sentido con-

### LECTURAS RECOMENDADAS

- Afi (2017): «1987-2017: España. Transformaciones económicas, financieras y sociales». Analistas Financieros Internacionales 30 años
- Puente, S. (2017): «Convergencia regional en España: 1980-2015». Boletín Económico, N° 3, Banco de España

trario, las regiones que más han avanzado en renta per cápita han sido, precisamente, las que han perdido población –Galicia o Castilla y León– o ha permanecido prácticamente estable –Extremadura–.

En conclusión, aunque en términos generales la convergencia interregional en estos treinta años podría considerarse positiva, dado que la diferencia en términos relativos entre el valor máximo y mínimo del PIB per cápita se ha reducido, ha aumentado la dispersión entre regiones. De hecho, se ha producido un efecto desplazamiento de la población entre regiones hacia aquellas en las que el crecimiento económico ha sido mayor, lo que ha contribuido a atenuar el aumento de la renta per cápita en estos territorios, registrando, por tanto, mayor aceleración del crecimiento en aquellas regiones con PIB per cápita por debajo de la media nacional ::



«El modelo de negocio de Airbnb, Uber o Spotify no es fácil de proteger contra imitadores.»

## Las nuevas grandes empresas y su escasa «Globalización»

Una de las tendencias más importantes dentro del proceso de globalización ha sido el crecimiento de empresas de ámbito global, es decir, con ventas, empleados y activos situados a lo largo y ancho del mundo. Este proceso de crecimiento de las multinacionales se verificó en todo tipo de ramas de actividad, desde el automóvil hasta la electrónica de consumo, y desde la banca hasta la energía. En los primeros momentos de la nueva economía digital también observamos una expansión global de empresas tales como Amazon, Google o Facebook.

En la última década, sin embargo, el crecimiento de las compañías de la economía digital ha sido más bien regional que global. Por ejemplo, la empresa sueca Spotify es la mayor del mundo en el campo del consumo de música a través mediante la tecnología del *streaming*. Hace unas semanas salió a bolsa. Se trata de una empresa con una fuerte presencia en los mercados europeo, norteamericano e iberoamericano, donde concentran el 37, 32 y 21 por ciento de sus suscriptores, respectivamente. La suma de esos porcentajes alcanza el 90 por ciento, dejando solamente el 10 por ciento para el resto del mundo. Eso sí, esa categoría no solamente incluye África, Oriente Próximo y la región del Pacífico sino también el conjunto de Asia. Es decir, una empresa multinacional tan exitosa como Spotify cuenta con una presencia minúscula precisamente

en la parte de la economía global que más crece, y que pronto representará la mitad del mercado global. En ciertos mercados de gran envergadura, como China, son empresas locales las que tienen una mayor cuota de mercado, en este caso Tencent, que además cuenta con una importante participación accionarial en Spotify.

Algo similar ocurre en el caso de Airbnb, empresa para la que dos tercios de las propiedades en alquiler se encuentran en Estados Unidos y Europa. Uber es también otra empresa con escasa presencia en Asia. Por ejemplo, en China decidieron arrojar la toalla y vender sus operaciones a Didi, el gigante local del transporte urbano de economía compartida. ¿Por qué muchos de los gigantes de la economía digital son empresas a lo sumo de ámbito regional en lugar de global?

La respuesta a esta importante pregunta no puede ser que sus negocios no se presten a la magia de las economías de escala o que no dispongan de herramientas competitivas adecuadas para competir a lo largo y ancho del mundo. Pienso que se dan tres circunstancias muy importantes que limitan el potencial global de estas empresas. La primera es la facilidad de imitación del modelo de negocio, la segunda consiste en la naturaleza de los efectos red subyacentes a su modelo de negocio, y la tercera –como consecuencia de las otras dos– el crecimiento de competidores locales.

**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

El modelo de negocio de Airbnb, Uber o Spotify no es fácil de proteger contra imitadores. De hecho, estas empresas se enfrentan a competidores importantes tanto en Estados Unidos como en otros países. Dada la abundancia de capital riesgo en estos tiempos que corren, no faltan emprendedores que consiguen replicar las capacidades y recursos competidores de las empresas más innovadoras. El hecho de que los efectos red sean locales en el caso de Uber o regionales en el de

Airbnb (la mayor parte del turismo es dentro de una región, como por ejemplo Europa o Asia) implica que puedan coexistir varias empresas eficientes y rentables. En el caso de Spotify, los efectos red tampoco son globales dado que sus competidores venden el servicio de *streaming* como parte de un paquete («bundle») de servicios. Podemos concluir, por tanto, afirmando que pocas de las grandes empresas de la economía digital serán de envergadura global ::



«Las consecuencias geopolíticas pueden ser de mucho mayor calado, tanto en la delicada situación de Oriente Medio como en la geopolítica global, comenzando por la necesidad de la UE de afianzar su rol en un mundo en el que los aliados del pasado hoy son impredecibles.»

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

# Mercados y geopolítica

En los últimos dos meses hemos asistido a una acumulación de señales de cierta desaceleración cíclica en un buen número de economías desarrolladas, en particular la eurozona, el Reino Unido y, en mucha menor medida, Estados Unidos. Todo parece indicar que estas señales son indicativas de un retorno, desde ritmos de crecimiento insosteniblemente altos sin la continuidad de los factores de impulso extraordinario que los propiciaron, a ritmos de expansión todavía elevados, pero más cercanos a los niveles potenciales. No podemos obviar que la aceleración de la salida del período de muy bajo crecimiento global de 2011-2014 se apoyó en la combinación de muy reducidos precios de la energía, una masiva provisión incremental de liquidez por parte de los bancos centrales y tipos de interés en mínimos históricos de forma generalizada.

En todo caso, seguimos en un entorno cíclico en el que, como muestra nuestra recomendación estratégica de activos (o *asset allocation*) genérica para el escenario central Afi (ver tabla al final), todavía consideramos atractivo mantener una posición superior al *benchmark* en renta variable ante la persistencia de tipos históricamente bajos (si bien con tendencia levemente al alza aún) y un nivel de acomodación monetaria significativo, en ausencia de una aceleración substancial de la inflación que seguimos viendo poco probable. Sin ser momento aún para

rehacer posiciones en renta fija libre de riesgo con duración, sí consideramos que debemos mantener bajo control el riesgo (volatilidad) de la cartera recomendada, para lo cual creemos que tiene sentido reducir el peso del crédito corporativo y la renta fija emergente, al tiempo que elevando la exposición a la liquidez.

No obstante, más allá de la reducción en el ritmo de avance de la actividad global, en los últimos dos meses se han incorporado al escenario riesgos que, en caso de materializarse, tienen suficiente potencial como para dar al traste con los pilares que soportan nuestro escenario central.

Dos de estos riesgos tienen un claro componente geopolítico, de implicaciones globales: una escalada proteccionista que derive en guerra comercial abierta entre EEUU y China, y un *shock* de oferta en el mercado de crudo derivado de la tensión geopolítica en Oriente Medio. En relación al primero, las negociaciones iniciadas en mayo con los encuentros al más alto nivel entre las delegaciones comerciales de ambas partes apenas han servido para poner de manifiesto la posición maximalista (y posibilista) de EE.UU. en materia de reducción del déficit bilateral, y la capacidad de represalia China.

En cuanto al asunto iraní, las implicaciones de la decisión unilateral de abandono del acuerdo nuclear iraní (JCPOA, por sus siglas en inglés) por parte de EE.UU. se antojan múltiples,

ASSET ALLOCATION: ESCENARIO CENTRAL AFI VS ORIENTACIÓN EN ESCENARIOS DE RIESGO

	Sobrep	+	Neutral	-	Infrac	Escenario central Afi	Guerra comercial	Tipos USD al alza	Shock oferta petróleo
<b>LIQUIDEZ</b>									
<b>RENTA FIJA</b>									
Deuda EEUU									
Crédito USD IG									
Crédito USD HY									
Deuda core UME									
Deuda periferia UME									
Crédito EUR IG									
Crédito EUR HY									
Deuda EM <i>hard currency</i>									
<b>RENTA VARIABLE</b>									
Bolsa EEUU									
Bolsa Emergentes									
Bolsa Europa (Eurostoxx)									

Fuente: Afi.

poliédricas y difíciles de valorar. El nuevo encaje de EE.UU. en la Comunidad Internacional que parece perseguir el presidente Trump está alterando profundamente el equilibrio internacional posterior a la caída del Muro de Berlín. Esto, como cualquier otra perturbación en un sistema complejo, puede generar un efecto dominó que extienda las consecuencias a partes inesperadas del sistema global. Las implicaciones inmediatas del colapso del JCPOA apuntan al mercado de crudo, al que la actividad económica en la UE tiene una sensibilidad muy elevada. A medio plazo, las consecuencias geopolíticas pueden ser de mucho mayor calado, tanto en la delicada situación de Oriente Medio como en la geopolítica global, comenzando por la necesidad de la UE de afianzar su rol en un mundo en el que los aliados del pasado hoy son impredecibles.

Un tercer riesgo proviene de una potencial sorpresa alcista en el ciclo económico de la economía estadounidense que justificara una política monetaria mucho más agresiva por parte de la Reserva Federal, con consecuencias potencialmente muy negativas para un mundo con niveles de endeudamiento en máximos históricos. Un aperitivo de este potencial impacto lo hemos observado ya en las últimas semanas

en el castigo a activos emergentes, episodio del que mi compañera Nereida González da cuenta en este mismo número de la revista.

Podríamos añadir a esta lista un tercer riesgo de carácter geopolítico, que pasa por la posibilidad de que el actual proceso de formación de Gobierno en Italia desemboque, además de en un deterioro crítico en la situación fiscal de aquel país, en problemas serios de gobernanza y de freno al avance en la construcción y perfeccionamiento de la eurozona. Creemos que es aún pronto para hacerlo pues, al tiempo de escribir estas palabras, no se había aún llegado a formar Gobierno. No obstante, en nuestro radar de riesgos ocupa un lugar prominente y a buen seguro, ocupará este espacio de reflexión sobre la situación de los mercados financieros globales en próximos meses.

Sin entrar en un análisis o planteamiento detallado del desencadenante concreto, los canales de transmisión y el detalle de los efectos por activo financiero en cada uno de los escenarios de riesgo potenciales arriba indicados, la tabla siguiente resume de forma visual las alteraciones y ajustes que realizaríamos en nuestra recomendación de *asset allocation* para ajustarnos a la ocurrencia de alguno de ellos ::



«La Seguridad Social está viva en todo el mundo, aprendiendo a convivir con las pensiones de empresa y personales, redefiniendo sus coberturas a la altura del S. XXI.»

## Pensiones V: ¿existe la Seguridad Social en los EE.UU.?

El título de la tribuna de este mes no es retórico. Hay gente, alguna muy ilustrada, que todavía cree que la Seguridad Social («como todo el mundo sabe», escuché una vez) no existe en América. Nada más falso.

La Seguridad Social existe en prácticamente todos los países del mundo. Es una genial invención europea (prusiana, por más señas) de finales del S. XIX, que ha prestado enormes servicios a la sociedad, por no decir a la civilización. Y en los EE.UU. también. Naturalmente, en cada país, las leyes fundacionales datan de épocas tan distintas como finales del XIX (Prusia), principios del XX (España), después de la «Gran Depresión» (EE. UU.), después de la II Guerra Mundial (Reino Unido, refundada), etc.

Y, en todos los países, los problemas son muy similares, aunque dosificados de manera distinta, a saber: sostenibilidad de sus finanzas, suficiencia de las prestaciones y grado de cobertura de las mismas al conjunto de la población.

En los países avanzados, el principal problema es el de la sostenibilidad de las pensiones públicas. La suficiencia, por su parte, es un problema común, aunque hay grados ya que en muchos países las pensiones públicas son adecuadas cuando las carreras de cotización son largas e intensas o, en muchos otros, se encuentran adecuadamente complementadas con pensiones

de empresa o personales. En este último caso, las pensiones públicas son, por lo general, pensiones básicas cuya proporción sobre el último salario oscila alrededor del 40% de este, mientras que las pensiones complementarias aportan otro tanto a la mayor parte de los trabajadores. En los países emergentes, por lo general, los problemas de cobertura son acuciantes, pues el trabajo no convencional abunda y las carreras de cotización se interrumpen a menudo, además de que no todas las contingencias están plenamente cubiertas.

Volviendo al caso de la Seguridad Social estadounidense, reitero que esta existe. No solo existe, sino que es la mayor del mundo. Tiene en la actualidad (diciembre 2017) unos 173 millones de cotizantes y 63 millones de pensionistas. Así, la proporción de cotizantes por pensionista es de 2,74. Además de pensiones de jubilación, incapacidad y supervivencia, la Seguridad Social otorga prestaciones sanitarias a todos los pensionistas (programa Medicare) por el hecho de serlo y porque han cotizado para ello toda su vida laboral.

Los gastos corrientes del sistema ascienden a un billón (español) de dólares al año y sus ingresos son ligeramente superiores de forma que el sistema tuvo en 2016 un superávit superior a los 35 mil millones de dólares. La pensión media de jubilación es de 1.400 dólares al mes (diciembre 2017). El tipo

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

de cotización por todas estas contingencias (salud incluida) para asalariados y autónomos es del 15,30% (la mitad a cargo de los empleadores, en el caso de los asalariados) de un «salario pensionable» o base de cotización, topado hasta los 127 mil dólares anuales.

Por último, la Seguridad Social americana tiene un «Trust Fund» cuya dotación, de unos 2,9 billones (españoles) de dólares, está íntegramente invertido en bonos especiales, no negociables, del Tesoro americano, emitidos expresamente para su adquisición por parte de la Seguridad Social. Este volumen de activos de la Seguridad Social equivale a un 15,5% del PIB americano, pero no es un fondo de capitalización estrictamente hablando.

El caso de la Seguridad Social Americana me sirve muy bien para ilustrar una percepción tan equivocada como común según la cual la Seguridad Social es una institución que está a punto de desaparecer a manos de sus enemigos (las pensiones privadas) o que ya ha desaparecido en muchos países, resultándose de ello la extensión de la precariedad y la ausencia de derechos.

Pues no, la Seguridad Social está viva en todo el mundo, aprendiendo a convivir con las pensiones de

empresa y personales, a las que no se ve como «enemigas» en los países avanzados, redefiniendo sus coberturas a la altura del S. XXI, buscando sus equilibrios y flexibilizando sus rígidas fórmulas de elegibilidad y compatibilidad de ingresos. Tratando de incorporar a la lógica previsional las nuevas formas, no convencionales, de empleo y de auto-empleo. En resumen, innovando y adaptándose de mil maneras. Eso sí, en un contexto muy exigente y retador, determinado por la extensión de la duración de la vida en todos los países... a edades que, hoy por hoy, y esperemos que, por poco tiempo, todavía no se consideran laborales.

En fin, la Seguridad Social es un «universal», un compacto social que, de una u otra manera, preservaremos al servicio de la sociedad siempre. Ello no quiere decir que no debemos adaptarla a medida que se despliegan ante nuestros ojos (y antes si es posible) las tendencias de fondo que marcan el cambio estructural de la sociedad y la economía. Es más, creo que, para preservarla, debemos proteger a la Seguridad Social de sus entusiastas, más que de quienes, pretendidamente, quieren acabar con ella. No conozco a nadie sensato que desee acabar con la Seguridad Social ::



«Aprender de los errores en la gestión de la crisis no es tan difícil como adecuar la arquitectura institucional que la zona monetaria exige: además de voluntad política suficiente, requiere tiempo.»

## Unión financiera de la eurozona: integración y arquitectura

Europa está creciendo, pero la sensación de fragilidad no acaba de desaparecer. Cualquier perturbación, ya sea en el entorno o dentro de la propia región, acaba remitiendo a la vulnerabilidad que se puso de manifiesto cuando del otro lado del Atlántico llegó la crisis de 2007. La severidad diferencial que soportó la UE, en particular la eurozona, reveló problemas serios de arquitectura de la unión monetaria, pero también insuficiencias y errores en la definición de las políticas económicas con las que neutralizar las consecuencias depresivas que esa crisis trajo consigo. Aprender de los errores en la gestión de la crisis no es tan difícil como adecuar la arquitectura institucional que la zona monetaria exige: además de voluntad política suficiente, requiere tiempo. Mucho tiempo entre las idas y venidas que los procedimientos decisionales de la Unión Económica y Monetaria (UEM) exigen.

El primer ámbito del diagnóstico de la situación actual debe ser el referido al grado de integración financiera en el seno de la UEM. Fue una de las condiciones necesarias que se definieron en aquel Informe Werner de comienzos de los setenta para la transición a la unión monetaria. Se avanzó bastante en los indicadores expresivos de esa integración en términos de precios y de cantidades, pero la crisis interrumpió ese proceso y acentuó la fragmentación. Dejó de existir algo que se pareciera a un mercado financiero único que es lo que en última instancia requeriría la integración monetaria completa.

Con la recuperación de la crisis se ha avanzado parcialmente en la «reintegración» financiera de la eurozona, pero ha sido mucho más explícita en precios que en cantidades. Pero incluso en el comportamiento del indicador compuesto de precios, en la influencia de la convergencia en los rendimientos de rentabilidades de los mercados de acciones y, en menor medida, en los correspondientes a los mercados de bonos; y prácticamente nada en la convergencia de los tipos de interés que se practican en la banca al por menor.

El indicador compuesto correspondiente a la integración vía cantidades no refleja avances en la integración. Quizás lo que en mayor medida nos dice es la orientación todavía fundamentalmente doméstica de las operaciones bancarias: la persistencia de aquella introspección que sucedió a la emergencia de la crisis. La vuelta a casa de entonces está durando demasiado y las operaciones transfronterizas de carácter interbancario brillan por su ausencia. La explicación: no lo necesitan, porque el BCE ha satisfecho todas las necesidades o/y sigue manteniéndose cierta aversión al riesgo. Perdura el escaramiento de aquel inesperado «credit crunch» con que la crisis se puso de largo en la eurozona. Las operaciones de banca al por menor, y desde luego la financiación de las empresas, no son en modo alguno paneuropeas.

Otro de los indicadores que sería expresivo de la integración financiera en la eurozona son las fusiones y adquisiciones bancarias y la consiguiente presencia de bancos con una verdadera proyección pa-

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

neuropea. Las operaciones de consolidación que han tenido lugar desde la crisis han sido fundamentalmente nacionales. No hace falta insistir que sin bancos que puedan ser caracterizados de europeos será igualmente difícil que se avance en la integración en este segmento tan relevante de los sistemas financieros.

Pasemos a la arquitectura. Tampoco favorece la integración financiera la insuficiencia de apoyos estructurales e institucionales. Y esto sí agudiza la crisis existencial, de identidad de la propia unión monetaria, como la que poco a poco parece superarse. Lleva razón el vicepresidente del BCE, Vítor Constâncio (2018) al caracterizar esa arquitectura con la que se inició la UME de «minimalista». Pocas instituciones comunes y escasísimas y poco relevantes políticas comunes. Constâncio sugiere que eso pudo ser debido «a un exceso de fe en la eficiencia de los mercados financieros que, aunque no compartida por todos los padres fundadores, prevaleció en Maastricht».

Solo la crisis de 2007 acabó determinando la creación de algunas instituciones necesarias y la adopción de algunas decisiones de mayor integración formal, como fueron las asociadas a la Unión Bancaria (UB), dado el protagonismo tan destacado que la intermediación bancaria convencional tiene en el conjunto de los países que conforman la zona monetaria. He comentado en varias ocasiones que al lanzamiento de ese proyecto, en el verano de 2012, no fue del todo ajena la severidad de la crisis bancaria española. El mecanismo único de supervisión y el correspondiente de resolución fueron importantes consecuencias. A este último sigue faltándole un respaldo financiero común, que es esencial para que ese mecanismo sea efectivamente fiable. También es necesario que se homogeneicen los procedimientos de insolvencia y liquidación de bancos que todavía persisten entre las naciones de la eurozona con el fin de que la localización de un banco en dificultades no condicione el procedimiento final de resolución.

La otra gran ausencia es el *European Deposit Insurance Scheme* (EDIS), con el fin de que los depositantes dispongan de la misma confianza en todos los países miembros, igualmente básico para alcanzar mayor grado de integración financiera. Y ello exige un respaldo con recursos financieros suficientes suministrados por los propios bancos.

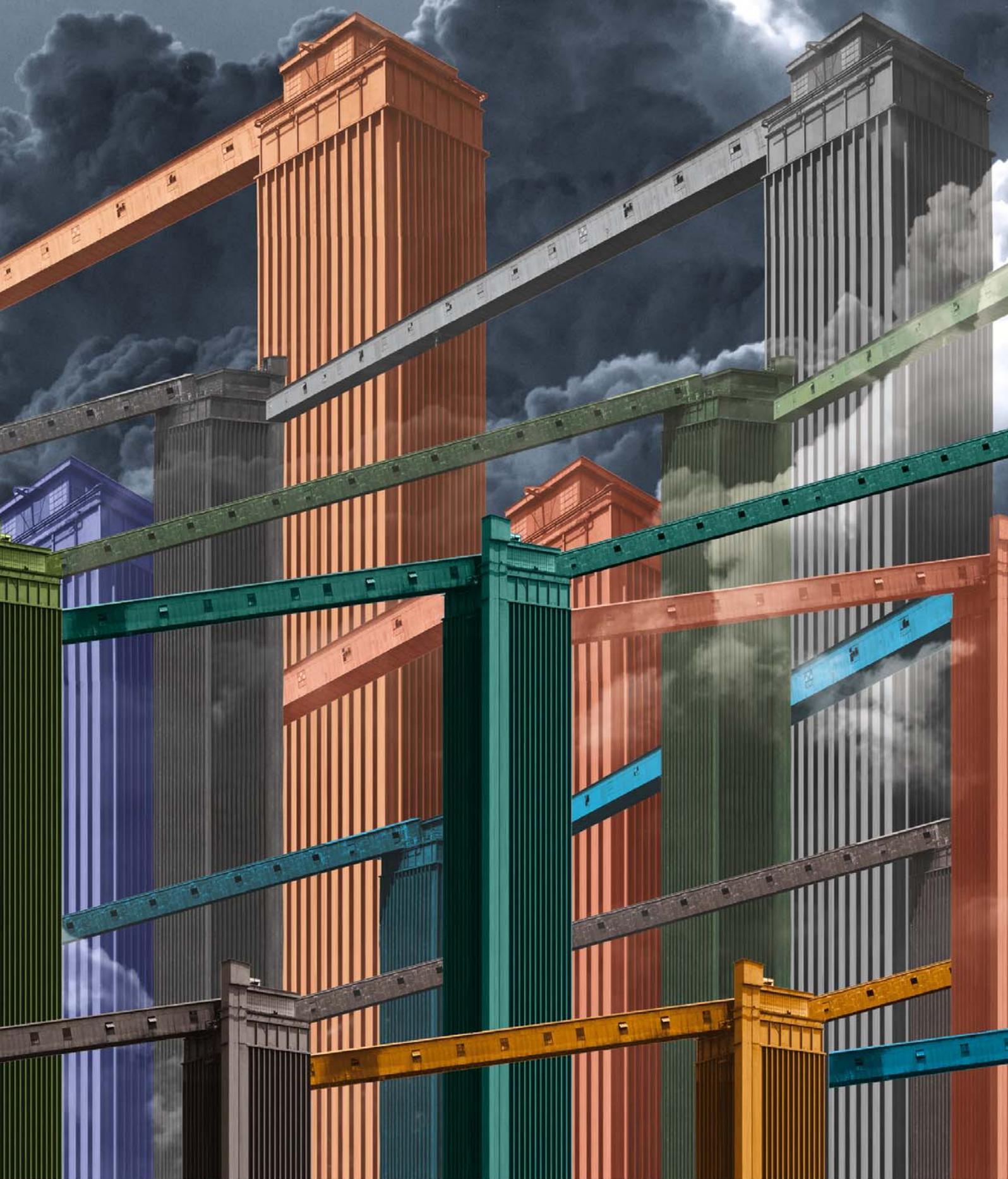
#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Constâncio, Vítor (2018) «Why EMU requires more financial integration», Conference of the European Commission and European Central Bank, Frankfurt am Main, 3 May 2018
- Draghi, Mario (2018), «Risk-reducing and risk-sharing in our Monetary Union», Conferencia en el Instituto de Florencia
- Elcano (2018), «Quit kicking the can down the road: a Spanish view of EMU reforms»

Pero, con independencia de la urgencia que requiere la conclusión del edificio de la UB, es igualmente conveniente avanzar en ese otro gran proyecto que es la Unión de los Mercados de Capitales (UMC). No dormirse en los laureles de la normalización reciente y garantizar los objetivos de diversificación de instituciones e instrumentos financieros y mayor cercanía a la financiación de pequeñas empresas y, en general, de las más riesgosas y con capacidad de innovación y generación de ganancias de productividad. Con instrumentos e instituciones que permitan compartir riesgos en el conjunto del área monetaria, algo que difícilmente hace la financiación bancaria convencional. Ese mayor equilibrio entre financiación bancaria y la proporcionada directamente por los mercados de capitales facilitaría igualmente una asignación más eficiente de recursos financieros y, con ello, también una mejor transmisión de la política monetaria.

Si esas ventajas en que se convino cuando se diseñó el proyecto de UMC siguen teniendo una completa vigencia, los impulsos de las autoridades comunitarias parecen haberse debilitado recientemente, en especial tras el brexit. Decisiones que se convinieron técnica e incluso políticamente, como la reducción de las ventajas fiscales de la deuda sobre el aumento del capital propio en la financiación de las empresas, sería bueno que acabaran concretándose. Como deberían ser los apoyos al capital riesgo en las primeras fases del desarrollo de las empresas o la armonización de las legislaciones sobre quiebras empresariales.

Algunas de las consideraciones anteriores y otras de naturaleza más institucional y política están contenidas en un documento suscrito por una veintena de expertos y académicos españoles (entre los que me encuentro), impulsado por el Real Instituto Elcano (2018). Una vez redactado este artículo, una conferencia de Mario Draghi en el Instituto Europeo de la Universidad de Florencia afianza y detalla algunos de los puntos aquí abordados ::



 **empresa global**  **Afi**

[www.empresaglobal.es](http://www.empresaglobal.es)