



 **empresa global**

 **Afi**

185

Julio - Agosto 2018

Programas nacionales de cobertura del precio del petróleo. Por qué y cómo

La tecnología cotiza en el MAB

**«FinTech Banking»:
el horizonte tecnológico de la nueva banca**

Valoración bursátil de la banca digital

**Desarrollo y convergencia
del mercado de capitales español**

ESTRATEGIA GLOBAL

Efectos de red locales,
nacionales, regionales
y globales

LA FIRMA DE MERCADOS

Emergentes castigados

#MUJERESQUETRANSFORMAN

«Caddy»

HOMO OECOMICUS

Pensiones VII:
¿el derecho o el deber
de jubilarse?

PASEO GLOBAL

España sin
la tutela del BCE





Empresa Global

Nº 185 (julio - agosto 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, Pablo Blasco Bocigas, César Cantalapiedra, Mónica Guardado, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Pablo Méndez Barrio, Ángel Moreno Caso, Emilio Ontiveros, Irene Peña, Fernando Rojas y Federica Troiano

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, condición necesaria para la supervivencia

La portada del número de julio y agosto de nuestra revista está dedicada a la gestión de riesgos en el actual contexto de incertidumbre geopolítica y de volatilidad de precios de las materias primas, presentando las medidas de estabilización que tienen a su disposición los Gobiernos para minimizar los impactos negativos, como es el caso de los **Programas nacionales de cobertura del precio del petróleo**.

Continuamos con un análisis de la situación actual de la relación de las empresas y la tecnología. Hoy en día las empresas están obligadas a acometer un continuo esfuerzo inversor en esta dimensión transversal y condición necesaria para la supervivencia. También son objeto de inversión de terceros. En este contexto, la sección Perspectivas y retos se centra en el análisis de las **empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil (MAB-EE)**, principalmente empresas con un marcado valor añadido tecnológico pertenecientes a sectores de la biotecnología, informática o aeroespacial.

Asimismo, nos hacemos eco de la opinión de Pablo Blasco, Director de Fintech Spain y Codirector del Programa Fintech y Banca Digital de Afi Escuela de Finanzas, sobre la transición hacia la banca abierta, las nuevas oportunidades y modelos de negocio que se han ido generando a lo largo de la última década y la fuerza con la que han llegado las **FinTech**, que están revolucionando la banca tradicional.

Desde otra perspectiva, se analiza también el **impacto de la inversión tecnológica en el precio bursátil de las entidades bancarias**, para tratar de comprobar en qué medida el mercado valora este tipo de inversiones.

Volviendo la mirada hacia atrás, la sección 30 años de economía hace un guiño al **gran dinamismo del mercado de capitales español**, que ha ido convergiendo hacia los estándares europeos y posicionándose hoy como uno de los mayores de Europa.

Hablando de los eventos que han tenido lugar en nuestras instalaciones, compartimos las claves del **II Taller Afi de Seguros**, que contó con la participación de Pilar González de Frutos, Presidenta de UNESPA y José Antonio Fernández de Pinto, subdirector general de inspección de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones del Ministerio de Economía y Empresa.

Y, como colofón, **las cinco tribunas** que siempre nos acompañan: Mauro Guillen nos permite ahondar en los **efectos de las economías de red**, esencia de la razón de ser y funcionamiento de las plataformas digitales; José Manuel Amor examina «el castigo» que reciben las **economías emergentes**; Mónica Guardado destaca el caso de **Caddy Adzuba**, una mujer que lucha para transformar la sociedad en la República Democrática del Congo y en todo el mundo; José Antonio Herce nutre su serie sobre las pensiones criticando el **«deber» de jubilarse**; y Emilio Ontiveros comenta el impacto sobre España de la **retirada de estímulos del BCE**.

Os deseamos una feliz lectura y un feliz verano ::

TEMA DE PORTADA

Programas nacionales de cobertura del precio del petróleo. Por qué y cómo

La incertidumbre económica y geopolítica y su traducción en riesgo de precio de materias primas aconsejan a los países tomar medidas de estabilización o cobertura del impacto en sus economías.

Pag. 3



ESCUELA

«FinTech Banking»: el horizonte tecnológico de la nueva banca

Asistimos a la desagregación de toda la industria bancaria. Una industria que se centraba en el producto y ahora debe enfocarse en el cliente. Descubre las tres tecnologías que apoyarán la transición hacia la banca abierta.

Pag. 8



30 AÑOS DE ECONOMÍA

Desarrollo y convergencia del mercado de capitales español

En los últimos 30 años se observa un gran dinamismo y una clara convergencia del mercado de capitales español hacia los estándares europeos, posicionándose a día de hoy como uno de los mayores de Europa.

Pag. 14



PERSPECTIVAS

La tecnología cotiza en el MAB

El segmento de empresas en expansión del MAB está compuesto principalmente por empresas con un marcado añadido tecnológico de sectores como el biotecnológico, productos de software o aeroespacial.

Pag. 6

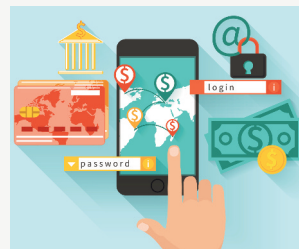


TECNOLOGÍA

Valoración bursátil de la banca digital

A través de un análisis estadístico, se evalúa el impacto de la inversión tecnológica en el precio bursátil de los bancos. Nuestro estudio intenta contestar a la siguiente pregunta: ¿el mercado valora más quien invierte en tecnología o es indiferente a dichas inversiones?

Pag. 10



PUERTAS ABIERTAS

Rentabilidad y solvencia del negocio asegurador

La evolución experimentada por la industria aseguradora española refleja la consolidación de un sector que en 2017 contabilizó un aumento de en torno al 8,8% del beneficio, manteniendo un robusto nivel de solvencia.

Pag. 16



ESTRATEGIA GLOBAL
Efectos de red locales, nacionales, regionales y globales
MAURO GUILLÉN
Pag. 18



MERCADOS FINANCIEROS
Emergentes castigados
JOSÉ MANUEL AMOR
Pag. 19



#MUJERESQUETRANSFORMAN
«Caddy»
MÓNICA GUARDADO
Pag. 21



HOMO OECONOMICUS
Pensiones VII: ¿el derecho o el deber de jubilarse?
JOSÉ ANTONIO HERCE
Pag. 23



PASEO GLOBAL
España sin la tutela del BCE
EMILIO ONTIVEROS
Pag. 25



Programas nacionales de cobertura del precio del petróleo. Por qué y cómo

[iStock]/Thinkstock.

La incertidumbre económica y geopolítica y su traducción en riesgo de precio de materias primas aconsejan a los países tomar medidas de estabilización o cobertura del impacto en sus economías.

Ángel Moreno Caso | Socio de Afi, área de Finanzas Cuantitativas de Afi
César Cantalapiedra | Socio de Afi, área de Finanzas Públicas de Afi

En la gestión de riesgos financieros en la empresa manejamos siempre una hoja de ruta muy nítida: primero la identificación del riesgo y su posible impacto y después su mitigación o su asunción. La gestión de estos riesgos desde el gobierno de un país, siendo similar, incorpora matices y gestiones complementarias.

Pongámonos por ejemplo en la piel de los ministros de finanzas de países con una muy elevada relación entre el precio del petróleo y sus ingresos fiscales, posición en la que Afi, como consultor, ha debido situarse en los últimos años.

En el anterior número de esta publicación, el profesor Mauro F. Guillén nos recordaba, en el marco de la gestión empresarial, la distinción clásica entre el riesgo y la incertidumbre al hilo de los acontecimientos acaecidos los últimos meses. Si existe la posibilidad de calcular la probabilidad de distintos

escenarios futuros hablamos de riesgo, y si no, de incertidumbre. Aplicado al barril de petróleo, seguramente podríamos hablar de incertidumbre a medio plazo tanto sobre los factores de oferta como sobre los de demanda, lo que se traduce en un claro y alto riesgo de precio.

Atendiendo a la oferta, sólo en los últimos dos años hemos pasado de una situación de 28 dólares por barril (enero de 2016), decidiendo entonces los mayores productores de petróleo llevar a cabo recortes por 1,2 millones de barriles diarios (ampliado posteriormente hasta los 1,8 actuales) a un máximo de 80 dólares por barril alcanzado recientemente. Asistimos en las últimas semanas a acontecimientos como un acuerdo el pasado viernes 22 de junio de 2018 entre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros productores no miembros del cártel para incrementar la producción en un millón de



barriles diarios, o en sentido contrario, a sanciones de EEUU a Irán que podrían drenar hasta dos millones de barriles.

Atendiendo a la demanda, asistimos a la incertidumbre sobre la evolución del comercio internacional tras la entrada en vigor de la imposición unilateral de aranceles estadounidense a las importaciones de acero y aluminio provenientes de Canadá, México y de la UE, unidos a una guerra comercial con China que amenaza con extenderse a la totalidad de sus importaciones en un muy corto espacio de tiempo. Esta situación puede condicionar la evolución económica mundial y reducir la demanda de crudo.

Este entorno de incertidumbre en factores de oferta y demanda provoca un riesgo de precio al que ya nos tiene acostumbrado el petróleo. Basta recordar la evolución en estos ya casi 18 años de siglo XXI para evidenciarlo, con períodos cotizando por encima de los 100 dólares (21% de los días) pero también por debajo de 40 dólares (27% de los días), con varios movimientos de ganancia o pérdida superando los sesenta dólares por barril en períodos de 12 meses.

Evolución Barril Brent
(dólares)

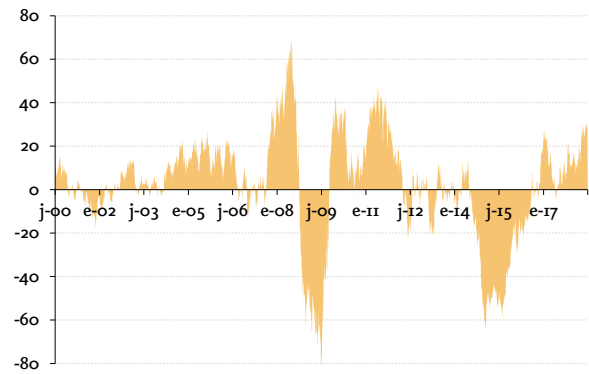


Fuente: Análisis Afi sobre datos de Macrobond (Brent Europe Spot Price).

Volvamos a los países productores. Más allá de su mayor o menor capacidad de influencia en la oferta mundial de barriles, el cumplimiento de su presupuesto por la vertiente de ingresos fiscales estará directamente expuesto al precio del crudo, pero también de forma indirecta lo estarán su actividad económica y su acceso a los mercados de capitales.

En el caso de caídas del precio, el país tendrá que introducir medidas pro-cíclicas de estabilización de sus cuentas fiscales que, a corto plazo, tienen un efecto negativo sobre la actividad. El déficit habrá que financiarlo emitiendo deuda o moneda (los países que puedan, pensemos en situaciones como la de Ecuador, totalmente dolarizado). Mala situación, en cualquier caso. La emisión de moneda propia, en ese escenario de déficit, implicará seguramente una depreciación de la misma e inflación. Emitir deuda en un momento en el que se encuentre con un déficit importante en sus presupuestos, con sus ingresos mermados por un precio bajo del crudo, implicará seguramente una exigencia de elevados tipos de interés por parte de los mercados de capitales que lastrarán al país.

Evolución Barril Brent
(dólares, diferencial en 12 meses)



Fuente: Análisis Afi sobre datos de Macrobond (Brent Europe Spot Price).

El impacto *a priori* de una caída del precio del petróleo en este tipo de economías muy dependientes de sus exportaciones se percibe en múltiples variables internas: al impacto fiscal directo sobre un volumen neto de exportación e importación de crudo y de sus derivados (gasolinas, lubricantes, asfaltos, etc.) no siempre ciertos, se unen efectos indirectos en la actividad económica interna, reducción de inversión pública, disminución del empleo y el ya citado encarecimiento del acceso a los mercados de capitales, por citar algunos efectos.

Una de las mejores prácticas para contrarrestar estos efectos es la creación de un fondo de estabilización y un programa de coberturas de precios del petróleo como el que utiliza México desde el año 2001. Este programa le permite asegurar un nivel mínimo de ingresos públicos, garantizando el cumplimiento presupuestario de ingresos asociados a la venta de crudo, y una mayor estabilidad a los servicios, inversión pública, empleo, etc. La cobertura la realiza la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México comprando opciones de venta (*Asian Put options*) a un grupo de grandes bancos y otros operadores, para asegurar sus ingresos por la producción del siguiente ejercicio.

Una opción Put es un derivado financiero en el que el comprador tiene el derecho de vender el activo subyacente en una fecha determinada y a un precio predeterminado que será el *strike* o precio de ejercicio. En el caso mexicano, el subyacente es el precio del barril de petróleo medio (de tipos Maya y Brent) y el precio de ejercicio se fija junto con la elaboración de los presupuestos. Al tratarse de un derecho, su adquisición implica el pago de una prima a inicio. Es decir, se producirán flujos positivos para el país siempre que el promedio de las fijaciones en el año cubierto se sitúe por debajo del precio de ejercicio de la opción. En este sentido, la Put actuaría como un seguro estableciendo un precio mínimo a cambio de la prima pagada.

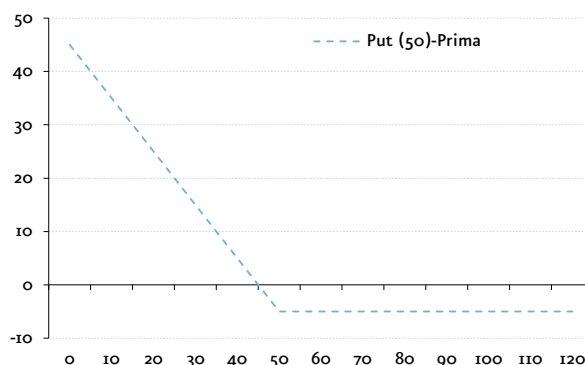
Esta estructura permitiría garantizar un nivel mínimo de ingresos, dejando abiertos los incrementos en caso de no bajadas o subidas del petróleo.

El principal inconveniente de esta estrategia de cobertura es que supone el desembolso de la prima, que puede resultar elevada en algunos casos, lo cual implica la disponibilidad de fondos que permitan ejecutarlas.

En los últimos años México ha gastado en promedio 1.000 millones de dólares anuales en primas para la adquisición de opciones de venta a bancos. Se suele resaltar que ha ganado dinero al menos tres veces con la cobertura desde que comenzó a asegurar los precios cada año desde 2001, incluido un pago récord de unos 6.400 millones de dólares en 2015 tras un desplome de los precios.

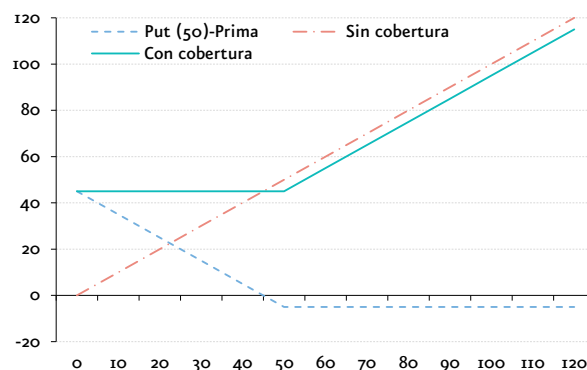
Yerran sin embargo los que lo plantean sólo en estos términos: como inversiones en las que se gana o pierde,

Resultado de la Put (dólares)



Fuente: Afi.

Ingresos con cobertura (dólares)



Fuente: Afi.

comparando entre primas pagadas y contraprestaciones recibidas por las opciones de venta adquiridas. Para realizar un análisis correcto hay que comparar no sólo primas pagadas y liquidaciones resultantes, sino que hay que incluir en la ecuación los beneficios y ahorros de la estabilidad presupuestaria para esa economía que esas coberturas han traído; para empezar, el efecto de una financiación más barata.

Mención especial requiere el necesario consenso entre las diferentes fuerzas políticas de un país sobre los beneficios a medio y largo plazo del mantenimiento de estos programas de cobertura. También el establecimiento de legislación, procedimientos y un equipo especializado que pueda medir adecuadamente la magnitud del riesgo (en barriles equivalentes), negociar y ejecutar las coberturas a un nivel en coordinación con la elaboración de presupuestos.

Estos últimos dos años han sido muy complicados iniciar un programa de coberturas dado que el precio del barril estaba ya muy bajo. Pero ahora, con el precio del barril cercano a los 80 dólares, es buen momento ::

La tecnología cotiza en el MAB

El segmento de empresas en expansión del MAB está compuesto principalmente por empresas con un mercado añadido tecnológico de sectores como el biotecnológico, productos de *software* o aeroespacial, combinando la posibilidad de invertir en empresas tecnológicas innovadoras con un mercado que, sin embargo, tiene una liquidez muy reducida.

Pablo Méndez Barrio | Consultor del área de Corporate Finance de Afi

La tecnología se ha convertido en un elemento distintivo del segmento de empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil (MAB-EE). El MAB-EE está compuesto principalmente por empresas del sector farmacéutico y biotecnológico, de electrónica y *software*, ingeniería, energías renovables, aeroespacial, telecomunicaciones... un rango de empresas que destacan por el alto nivel tecnológico de sus servicios y productos.

Invertir en empresas en un estadio inicial que apuestan por la tecnología es una espada de doble filo, pues pueden proporcionar grandes retornos al inversor si consiguen generar resultados positivos. Sin embargo, el riesgo de la inversión es muy elevado, pudiendo llegar a perder el 100% de la misma si los productos de la empresa no consiguen el desarrollo o la aceptación esperada.

En los 6 primeros meses de 2018 se han producido fuertes incrementos en los precios de acciones de varias compañías, destacando AB-Biotics (+129,1%), empresa catalana de biotecnología centrada en el desarrollo de análisis genéticos para elaborar estudios de farmacogenética, y en el desarrollo de probióticos y otros nutracéuticos para el sector farmacéutico y alimentario. El precio subió con el anuncio de adquisición del 27% del accionariado por parte de la empresa japonesa Kaneka Corporation y con la firma de un acuerdo de colaboración para que Kaneka Corporation produzca y venda sus productos en Japón y Norteamérica a cambio de un *royalty*. Actualmente, Kaneka Corporation posee el 38% de AB-Biotics, siendo el principal accionista de la compañía y contando con 4 de 7 miembros del consejo de administración.

En segundo lugar, se sitúa Gigas, una empresa especializada en proporcionar servicios de *cloud* a otras empresas. Gigas ha incrementado su cotización un 76,7% en el primer



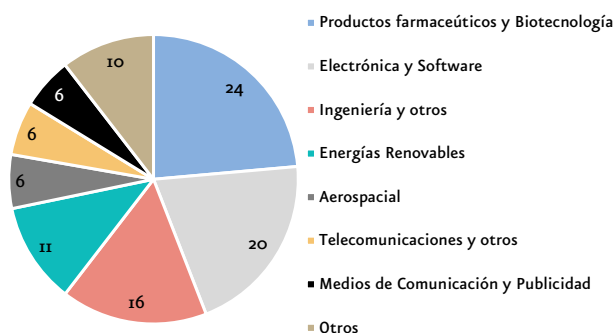
semestre, fruto de la mejora en los resultados y las expectativas creadas con la estrategia de crecimiento inorgánico anunciada por sus directivos. Se han consumado las adquisiciones de dos empresas en los últimos meses: el proveedor catalán de servicios de *cloud hosting* SVT en enero y la empresa colombiana Ability en mayo.

Los directivos de Gigas apuntan a más posibles compras en el futuro, contando para esta estrategia con financiación vía bonos convertibles suscritos por Inveready, un fondo de capital riesgo especializado en empresas de base tecnológica que en el pasado ya apostó en el MAB por Masmovil, y actualmente está presente en otras empresas del MAB como Atrys Health o Voztelecom, de la que es el principal accionista.

Otras empresas que han experimentado fuertes crecimientos bursátiles son NBI Bearings Europe (+67,7%), empresa dedicada al diseño, fabricación y comercialización de

Capitalización bursátil (29/06/2018)

(%)



Fuente: Afi y web del MAB.

rodamientos de precisión, la Operadora Certificadora Lleidada.Net (62,7%) y empresas dedicadas al sector de energías renovables como Grenergy renovables (58,8%) y Greenalia (58,5%).

La otra cara de la moneda son las empresas de telecomunicaciones Euronet (-41,9%) y la productora y distribuidora de contenidos audiovisuales Mondo TV Iberoamérica (-40,0%). Además, los nuevos índices IBEX MAB *all Share* e IBEX MAB 15 arrojan descensos del 4,7% y 6,9% respectivamente, fuertemente influenciados por los descensos de empresas con una capitalización bursátil relevante como Carbures (-21,7%), ADL Bionatur (-24,2%) y Euronet (-41,9%).

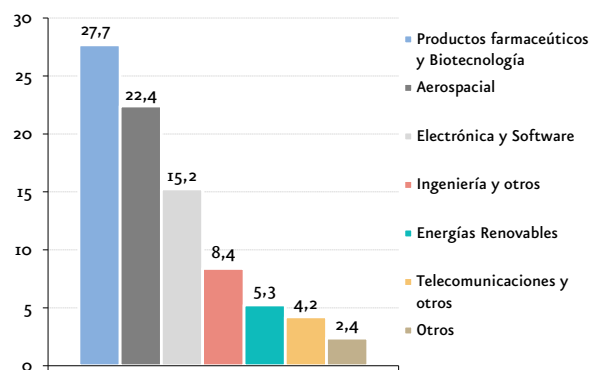
El talón de Aquiles del MAB-EE es su reducida liquidez, hecho que difiere de la situación de otros mercados alternativos como el AIM de Londres y que dificulta la entrada de inversores institucionales. En el primer semestre se negociaron 85,6 millones de euros en el MAB, con una veintena de empresas por debajo del medio millón de euros de volumen (sin contar las empresas excluidas de negociación como Neol y Neuron). Una cuarta parte del volumen (22,4 millones de euros) lo generó Carbures, empresa del sector aeroespacial que abandonará el MAB debido a una fusión por absorción con la empresa cotizada del mercado continuo INYPSA.

Estas cifras no reflejan sin embargo todo el MAB-EE, dado que el volumen generado en la contratación de bloques no queda reflejado en las cifras de volumen reportadas por el MAB, aunque sí queda constancia de cada operación vía HR (Hechos Relevantes y avisos).

El sector que más volumen ha generado en el primer semestre es el farmacéutico y biotecnológico, representado principalmente por AB-Biotics (15,8 millones de euros) y Atrys Health (6,3 millones de euros), seguido del Aeroespacial compuesto solo por Carbures y el de electrónica y Software, donde destacan Gigas con 6,3 millones de euros y Facephi con 3,2 millones de euros. Facephi es una empresa dedicada a la implementación de biometría facial en aplicaciones de entidades financieras, concretamente en bancos de Latinoamérica y España, destacando su implementación en filiales de grandes bancos como el ban-

Volumen

(millones de euros)



Fuente: Afi y web del MAB.

co chino ICBC en Argentina o las filiales del HSBC en Argentina y México.

Las inversiones en el MAB, dada su reducida liquidez, se antojan como un híbrido entre capital riesgo e inversión *value investing*. En caso de querer realizar una inversión de volumen significativo es necesario poder mantener la inversión a largo plazo, dado que ventas forzadas hundirían el precio de la compañía. Recientemente, la CNMV ha suspendido las suscripciones y reembolsos de dos fondos gestionados por Esfera Capital que mantenían una fuerte exposición al MAB ante su reducida liquidez.

Como conclusión, entre las empresas en expansión del MAB hay oportunidades de inversión en empresas de sectores atractivos y con productos con alto valor añadido tecnológico e innovadores, sin embargo, requieren de una intensa labor de análisis antes de invertir, capacidad para no realizar ventas forzadas, tomar posiciones de inversión a largo plazo y asumir el riesgo asociado que conlleva invertir en empresas que fundamentan su atractivo en el crecimiento futuro ::

BIBLIOGRAFÍA

1. <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Home.aspx>
2. <http://www.europapress.es/economia/noticia-japonesa-kaneka-corporation-entra-ab-biotics-primer-accionista-269-20180329114454.html>
3. <http://www.lavanguardia.com/vida/20180705/45691067157/ab-biotics-renueva-su-consejo-en-el-cual-kaneka-tendra-cuatro-representantes.html>
4. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/01/11/companias/1515699034_860805.html
5. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/05/22/companias/1527020437_590451.html
6. http://www.atryshealth.com/es/atrys-health-cierra-la-segunda-mayor-ampliaci%C3%B3n-de-capital-dineraria-del-mab-de-los-%C3%BAltimos-3-a%C3%B1os_13461
7. <http://www.expansion.com/catalunya/2018/04/16/5ad459f5e2704e99258b4618.html>

«FinTech Banking»: el horizonte tecnológico de la nueva banca



Asistimos a la desagregación de toda la industria bancaria. Una industria que se centraba en el producto y ahora debe enfocarse en el cliente. Descubre las tres tecnologías que apoyarán la transición hacia la banca abierta, los nuevos modelos de negocio y las nuevas oportunidades que se están generando.

Pablo Blasco Bocigas | Director Fintech Spain, Codirector del Programa Fintech y Banca Digital

«From one-size-fits-all to personalized experience».

Este parece ser uno de los paradigmas que regirá la industria de servicios financieros durante las próximas décadas: «del café para todos» a las soluciones personalizadas.

Varios factores están haciendo evolucionar la estructura de competición del sector financiero, impulsando, sobre todo, el cambio en la cadena de valor de la industria y añadiendo, además, un nuevo factor como motor del mercado: el cliente.

Desde hace unos años, asistimos a la desagregación de toda la industria bancaria. Hasta ahora estaba liderada por entidades que controlaban una cadena de valor lineal, es decir, producto y distribución estaban integrados verticalmente y apenas existía diferencia en la configuración de sus productos y servicios.

Sin embargo, en la última década **irrumpe con fuerza una nueva figura: las FinTech**. Negocios especializados en un área de actividad. Negocios que tienen en el centro de su operativa la tecnología y que se enfocan hacia el cliente.

Aunque su evolución ha sido dispar en cada país y segmento, este surgimiento ha permitido despertar de su letargo a la banca tradicional. Hasta el momento, esta se hallaba más centrada en sus productos que en atender las necesidades específicas de los clientes.

De forma simultánea, los efectos de la transformación digital, **la aparición de tecnologías exponenciales y la hiperconectividad están influyendo para que la industria transite** hacia una nueva fase. Y estas tendencias marcan que la nueva banca debe ser segura, en tiempo real, modular y abierta. Es el inicio del Open Banking.

En este nuevo escenario, además de los negocios *FinTech*, han irrumpido nuevos jugadores: *challengers banks*, *neobanks*, empresas tecnológicas y de *software* empresarial u operadores de telefonía, entre otros.

LOS NUEVOS MODELOS BASADOS EN OPEN BANKING

Esto supone que los modelos de negocio emergentes tendrán que tener en cuenta las nuevas reglas de juego dentro de su posicionamiento estratégico.

Los actores *FinTech* están apostando, en primer lugar, por un **modelo basado en marketplace banking** en el que ellos controlan la relación con el cliente, y comercializan productos básicos (una cuenta o una tarjeta de prepago en el caso de *neobanks* como *BNext* o *2getherBank*) o de la agregación de cuentas de terceros (en el caso de los PFM, *Personal Financial Management*, como *Fintonic*). La licencia para operar suele ser propia o emplean la de alguna entidad de pago acreditada ante el supervisor correspondiente.

A partir de aquí todos los productos y servicios ofertados son de terceros (mediante acuerdos con otras *FinTech*, bancos tradicionales, aseguradoras, etc.), empleando un proceso de curación y personalización a través de la tecnología y los datos de cada cliente.

El centro de gravedad de este modelo radica en el cliente y en una experiencia «sin fricción».

El segundo modelo que está surgiendo en esta nueva fase es el denominado Banco como Plataforma (*Banking as a Platform*, en la acepción inglesa).

Licencia e infraestructura son propias del banco, quien lo pone a disposición de terceros para que puedan crear y comercializar servicios a través de la plataforma, basándose siempre en los datos que ya posee esta. En este formato, el cliente elige un producto de una amplia oferta de productos muy similares (incluidos los del propio banco) y a diferencia del anterior, no se presta tanta atención a la experiencia del usuario. Es la dirección que tomará parte de la banca tradicional, y a la que se han incorporado nuevos actores, como la alemana *SolarisBank*.

Como resultado de ambos modelos, cada negocio, nuevo y tradicional, podrá incorporar sus productos en múltiples y diversos canales o firmar acuerdos de colaboración con otras entidades para distribuir determinados productos.

Esto plantea, además, un **rediseño de los modelos de ingresos tradicionales hacia formatos compartidos**. El volumen, por tanto, se antoja clave para la viabilidad de los nuevos negocios.

Y es que el *Open Banking* supone entender cómo se producirán y distribuirán los productos y servicios financieros a través de estándares tecnológicos que permitan interconectar productos, canales y clientes (y datos).

En esta línea, las **tres tecnologías que apoyarán la transición hacia la banca abierta** son:

- La **inteligencia artificial** enfocada a medir el comportamiento financiero (riesgos, precio, fraude, etc.).
- Los **chatbots** que guiarán la comunicación comercial con los clientes.
- Las **API** (acrónimo de *Application Programming Interface*) que permitirán conectar negocios y productos.

Por otro lado, la entrada en vigor de la Directiva Europea de Pagos (PSD2) a principios de este año debe suponer un impulso para el incipiente ecosistema. Aunque, bien es cierto que la industria *FinTech* espera que la plasmación real de esta normativa se produzca a partir del año que viene¹, provocada por la falta de estándares entre *FinTech* y la banca tradicional para que sus servicios se puedan comunicar.

EL DESARROLLO DEL MERCADO ESPAÑOL

En España, las *FinTech* vinculadas a segmentos como el *crowdlending*, los pagos y transferencias, la gestión automatizada de inversiones o los agregadores financieros comienzan a asentar sus modelos de negocio.

Existen varios *neobanks*, nacionales y filiales de *neobanks* europeos, que han comenzado a generar una masa importante de clientes particulares en España y con un objetivo claro: transformar la banca comercial y de consumo.

Y el siguiente segmento, según la evolución descrita, debería ser la banca de empresas. Al igual que se han implantado varios *neobanks* enfocados en el segmento B2C (*Business to Consumer*), **el segmento de empresas (*Business to Business*) puede ser una excelente oportunidad para evolucionar un mercado muy dependiente** aún de la banca tradicional.

Y entre las diferentes opciones: agregadores financieros para empresas que repliquen el modelo de particulares (más allá de los *softwares* de gestión), *neobanks* enfocados específicamente a resolver necesidades globales de empresas (en otros países comienzan a aparecer los primeros) o alianzas de productos entre varias *FinTech* que puedan solventar diversas necesidades (algunas *FinTech* han firmado acuerdos de colaboración entre ellas).

El puzzle lo completarán los grandes players tecnológicos y las operadoras de telecomunicaciones, antes de alcanzar el siguiente nivel: la banca inteligente y cognitiva. Aunque eso será en 2025.

La *FinTech* y la Banca Digital regirán la industria de servicios financieros durante las próximas décadas, si quieres seguir formándote en este aspecto no dudes en visitar nuestra formación [Programa Especialista en Fintech y Banca Digital](#) ::

¹ *FinTech Inside III: «Implementación PSD2»*. Informe elaborado por *FinTech Spain*.

Valoración bursátil de la banca digital



A través de un análisis estadístico, se evalúa el impacto de la inversión tecnológica en el precio bursátil de los bancos. Nuestro estudio intenta contestar a la siguiente pregunta: ¿el mercado valora más quien invierte en tecnología o es indiferente a dichas inversiones?

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

En el anterior número de Empresa Global (ver Castro, B., Troiano, F. y Rojas, F. «[Inversión en transformación digital por el sector bancario](#)» Empresa Global número 184, 2018), se analizó la evolución de la inversión tecnológica de los bancos en los últimos años. La conclusión alcanzada es que se está tendiendo inexorablemente hacia la completa transformación digital, aunque con diferentes velocidades a nivel geográfico. Este hecho se está produciendo básicamente porque los clientes (eminentemente la demanda) exigen a sus bancos más rapidez y agilidad en la gestión, dos objetivos alcanzables solo con un uso más intensivo de la tecnología.

Más allá de las tendencias que están experimentando las entidades bancarias, faltaría por ver cómo está valorando el mercado esta inversión en tecnología. Por sentido común, una mayor valoración bursátil tiene que ser consecuente con una mayor

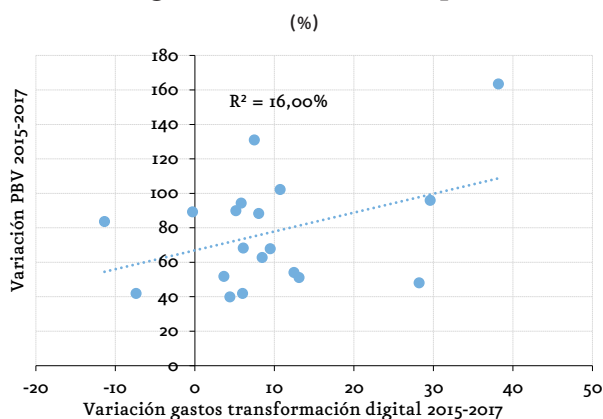
inversión en tecnología, ya que concede una ventaja competitiva frente a otros bancos, derivado de las ganancias de eficiencia que se estarían generando gracias a dichas inversiones. Por ello, si el mercado valora este tipo de inversión, estaría incentivando a los bancos a invertir más para generar valor. Nuestro análisis comienza desde esta reflexión, conduciendo un estudio de correlación entre inversión en tecnología y *price to book value* (PBV) como *proxy* y variable convencionalmente utilizada en la valoración bursátil.

Para realizar este estudio, hemos utilizado una muestra de 28 bancos europeos para la realización de un análisis estadístico basado en una regresión lineal, tomando como variable dependiente el PBV a cierre de 2017 y, como variable independiente, la evolución de los gastos realizados en tecnología de la información en los últimos tres años. El periodo tem-

poral elegido no es aleatorio, ya que después de la ingente regulación generada a partir de Basilea III, es a partir de 2015 cuando el gasto de inversión tecnológica empezó a ser más notorio en el sistema bancario.

El siguiente gráfico muestra la regresión realizada en el intento de medir cómo la inversión en gastos de transformación digital está afectando a la valoración del mercado. A la luz de los resultados, la principal conclusión que se extrae es que el mercado ha valorado de forma positiva a las entidades que más inversión en esta partida han realizado, mostrando una correlación positiva entre la variación del gasto en el periodo 2015-2017 y el PBV de 2017.

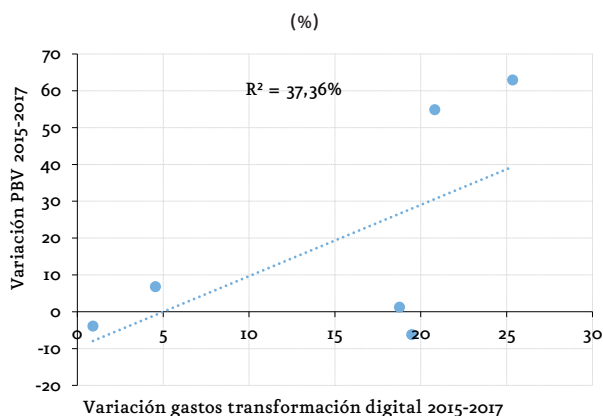
PBV 2017 frente a gastos en transformación digital de la banca europea



Fuente: Afi, Memorias, SNL Financial.

Analizando pormenorizadamente algunos ejemplos de países, en los siguientes gráficos se expone un análisis similar, sustituyendo el PBV en 2017 por el crecimiento del PBV desde 2015 a 2017 para capturar la evolución del precio bursátil después Basilea III. En este caso, se realiza una comparación entre países

PBV 2015-2017 frente a gastos en transformación digital de la banca danesa



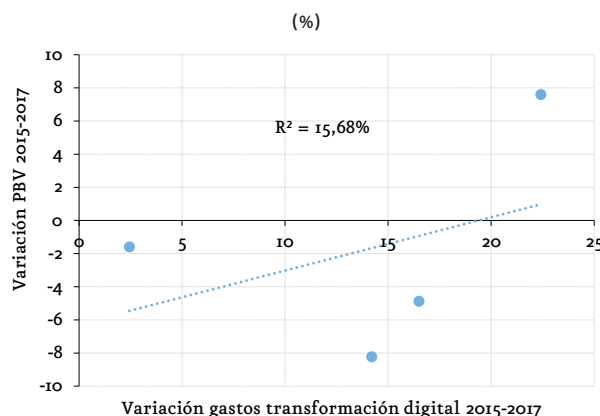
Fuente: Afi, Memorias, SNL Financial.

más y menos avanzados tecnológicamente, principalmente desde el punto de vista cultural, para comprobar nuestra anterior hipótesis según la cual la cultura digital del país influye de manera importante en el desarrollo tecnológico que realicen los bancos y, consecuentemente, en su valoración bursátil.

En particular, creemos que, si la población de un país presenta un alto nivel de cultura digital y además dispone del apoyo institucional, el mercado en su conjunto valorará positivamente a la entidad que invierta en tecnología y peor, con un bajo precio, a aquel banco que no lo esté haciendo. Por otro lado, si un país presenta baja penetración tecnológica entre la población, el PBV de los bancos en este país no tendría que estar relacionado con su nivel de desarrollo tecnológico.

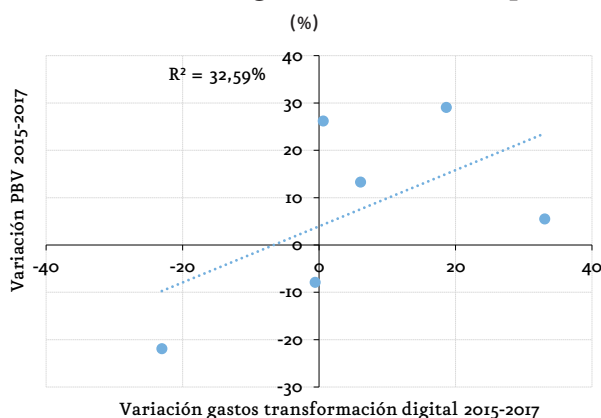
La valoración bursátil de una entidad estará influenciada por otras circunstancias idiosincráticas de las entidades y el análisis aislado realizado puede no recoger bien la variación del precio bursátil. Como ejemplo de variables que pueden condicionar la valoración de una entidad se considera principalmente la rentabilidad (medida como el ROE) o el nivel de activos improductivos (NPL, por sus siglas en inglés). Dichas variables quedan fuera de este análisis, pero cabe reseñar que, a la hora de extraer las conclusiones de este estudio, la valoración de una entidad estará condicionada por estas variables. Es decir, si las entidades presentan «asignaturas pendientes», como una morosidad alta o una rentabilidad baja, una mayor inversión en transformación digital no redundará de manera directa en una mayor valoración, ya que el mercado valoraría más la reducción de NPL o el aumento de la rentabilidad por otras vías diferentes que la de la inversión en gastos de transformación, ya que el impacto de esta inversión sería a más largo plazo.

PBV 2015-2017 frente a gastos en transformación digital de la banca sueca



Fuente: Afi, Memorias, SNL Financial.

PBV 2015-2017 frente a gastos en transformación digital de la banca española



Fuente: Afi, Memorias, SNL Financial.

Analizando los resultados, se han extraído dos países donde la cultura digital es muy fuerte, como Dinamarca y Sueciaⁱ, cuyo análisis se presenta en los siguientes gráficos. Son ejemplos de países donde las entidades bancarias han realizado importantes esfuerzos de inversión en transformación digital.

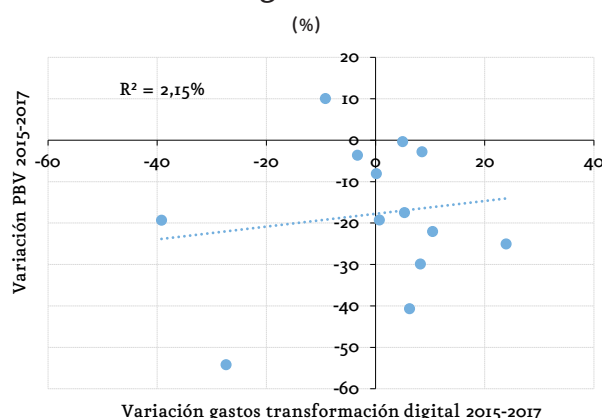
Entrando en cada una de las zonas geográficas, el R^2 asciende a más del 37% en Dinamarca y más del 16% en Suecia, es decir que aproximadamente el 37% de la variación en PBV de los bancos daneses (casi el 16% en los bancos suecos) se podría explicar a partir de la variación en gastos tecnológicos.

Por otro lado, se repite el mismo análisis para España como país representativo en que la cultura digital de la población y el apoyo institucional a la revolución tecnológica son inferiores a los mencionados anteriormenteⁱⁱ.

A la luz de los datos, la hipótesis de que en los países más avanzados digitalmente la inversión en tecnología pesa más en la valoración bursátil de las entidades bancarias, se debe rechazar, dado que puede explicar casi un tercio de la variación en PBV también en España. Sin embargo, hay otros países como Italia, en el que esta cultura digital es menor (de manera similar a España), donde no hay evidencias claras para rechazar esa hipótesis, ya que la correlación entre ambas variables no es significativa.

La heterogeneidad entre geografías viene de la mano de lo comentado con anterioridad en relación a las variables que afectan a la valoración. La reducción de los activos improductivos en la banca italiana (y española), así como la generación de rentabilidad, son las variables que mayor impacto tienen en ese incremento de valoración bursátil, mientras que las entidades de los países nórdicos tratan de ser más eficientes, por lo que la inversión en tecnología podría suponer ese aumento de eficiencia.

PBV 2015-2017 frente a gastos en transformación digital de la banca italiana



Fuente: Afi, Memorias, SNL Financial.

A la luz de los datos, es natural preguntarse si tiene algún sentido sostener los gastos notables que conlleva la inversión en tecnología por parte de bancos en países con escaso desarrollo de habilidades digitales y donde las «asignaturas pendientes» de los bancos son otras.

Bajo el punto de vista de los autores, dos aspectos deben ser considerados:

- La apreciación del mercado por la inversión tecnológica requiere tiempo y las entidades de los países nórdicos (u otros más desarrollados en la cultura digital) han empezado su desarrollo tecnológico antes que algunos de los países mediterráneos;
- Aunque el mercado de países menos desarrollados digitalmente parece no reaccionar, a corto plazo, a una mayor inversión tecnológica, sus clientes siguen pidiendo más rapidez y agilidad de los procesosⁱⁱⁱ.

Por lo tanto, el corolario es que es necesario avanzar con el desarrollo tecnológico en las entidades financieras y, en función de las entidades y de las zonas geográficas, se aprecia una recepción positiva por parte del mercado. Las alternativas posibles para la mejora digital de las entidades de crédito no requieren exclusivamente acciones autónomas e independientes y, por lo tanto, más costosas. La industria de servicios financieros podría incrementar el acercamiento a las *FinTech* para mejorar la gestión de los usuarios (véase Rojas, F., Troiano, F., Valero, F., «La transformación digital de la banca española», El Nuevo Lunes número 1739, 2018).

De hecho, los clientes valoran positivamente las entidades digitales, por su capacidad analítica de datos que mejora el conocimiento del cliente, y la migración a la nube que ahorra costes, siempre pensando en el consumidor final. Por ejemplo, según la encuesta realizada por la Organización de Consumidores y Usuarios (OCU)

sobre el nivel de satisfacción de unos 7.700 clientes sobre 41 entidades, ING es la entidad mejor valorada por los usuarios, por segundo año consecutivo. Desde hace años la entidad se sitúa entre los bancos más activos en la adopción de nuevas tecnologías y en la colaboración con entidades *FinTech*. Por ejemplo, en Ámsterdam el banco ha lanzado para pymes un programa de comparación y contratación de diferentes formas de financiación, gracias a la colaboración con la plataforma online inglesa Funding Operations. Al mismo tiempo, a través de la colaboración con la *financing startup* FinCompare, ING ha alcanzado también el mercado Pymes alemán. El banco está también trabajando en la expansión de su plataforma de gestión de dinero, Yolt, en Italia y Francia.

Por lo anterior, es evidente que ING es uno de los ejemplos más notorios de banco tradicional que ha sabido aprovechar de las oportunidades *FinTech* en Europa, creando sinergias donde fuera necesario y recibiendo una buena acogida de los clientes.

Analizando otros componentes que pueden afectar a la valoración, la encuesta de OCU revela también que los clientes valoran la transparencia por encima de otros aspectos. Y es precisamente la mejora de la transparencia una de las temáticas más importantes cuando hablamos de la evolución del sector financiero, muy demandado también por los diferentes supervisores y reguladores. Un ejemplo de poder ofrecer esa transparencia sería, mediante la aplicación de la tecnología *blockchain*, que promete un incremento

de la transparencia del sector, considerado que todas las partes interesadas podrían acceder a los bloques de datos e identificar cualquier cambio en los registros.

El uso de la inteligencia artificial debería mejorar las operaciones de servicio al cliente y la experiencia de usuario, así como optimizar procesos, ganar eficiencia y reforzar la gestión del riesgo y el cumplimiento normativo (por ejemplo, *chatbots* y asistentes virtuales; identificación de patrones de fraude; procesamiento de datos estructurados y no estructurados, etc.). De hecho, la tecnología puede ayudar a cumplir con la regulación. Aplicando tecnologías como la nube y el *blockchain*, se intentan reducir los elevados costes que los bancos dedican al cumplimiento regulatorio. Por esta razón, va a jugar un papel fundamental el *RegTech*: la tecnología que ayuda a los bancos a cumplir con la regulación de una manera más rápida y eficaz. Esto puede realizarse a través de la automatización de los procesos manuales (que genera riesgo operacional) y el aumento en la cantidad y la gestión de los datos. Queda claro que la intensificación del factor tecnológico presenta nuevos riesgos no cubiertos por el sistema tradicional de supervisión y regulación, en materia de ciberseguridad sobre todo.

Esta situación hace necesario un marco regulatorio revolucionario que capture por entero el potencial de la innovación tecnológica y deje preparado el sistema financiero ante futuras crisis ::

¹ El líder europeo de la banca digital es Dinamarca, donde el 90% de los usuarios utiliza estos servicios. Suecia, por su lado, tiene más del 86% de los usuarios que utilizan el *internet banking*.

¹¹ España tuvo en 2017 un 8% menos de uso de banca online que la que ostentaba Dinamarca hace diez años.

¹² No nos olvidamos que en España la industria del *internet banking* ha crecido a pasos agigantados, con una penetración que ha pasado del 16% en 2007 al 46% en 2017. Por otro lado, como se comentaba en el anterior artículo de EG, el 52% de la clientela italiana prefiere servicios bancarios mixtos, por encima de la media global del 43%, donde el componente virtual acompaña al físico tradicional. Esto evidencia la heterogeneidad que existe entre países dentro de la Unión Europea.

Desarrollo y convergencia del mercado de capitales español



En los últimos 30 años se observa un gran dinamismo y una clara convergencia del mercado de capitales español hacia los estándares europeos, posicionándose a día de hoy como uno de los mayores de Europa. Sus intervinientes tampoco han sido ajenos a este proceso de cambio, pasando de una apelación ampliamente mayoritaria por parte de entes públicos a una presencia cada vez mayor del sector privado tanto financiero como corporativo.

José Manuel Amor @JMAafi | Socio, director de Análisis Económico y de Mercados de Afi

Irene Peña @IrenePcuenca | Consultora del área Corporate Finance de Afi

Los mercados de capitales, como lugares en los que se realiza la compra-venta de títulos (ya sean acciones o instrumentos de renta fija) suponen el encuentro entre los agentes de una economía, tanto públicos como privados, con inversores. De su correcto funcionamiento depende, por tanto, la capacidad de realizar una asignación eficiente de recursos que permita canalizar el ahorro al crecimiento económico.

En comparación con otras jurisdicciones, especialmente con economías como la estadounidense o la inglesa, los mercados de capitales españoles y, en términos generales, los europeos han tenido un grado de

desarrollo relativamente reducido debido a la predominancia de un modelo económico mucho más bancarizado o intermediado.

No obstante, en las últimas dos décadas, los mercados de capitales españoles, así como sus participantes, han experimentado un proceso de gradual transformación que les ha permitido converger hacia los estándares europeos y situar el mercado de capitales español entre los mayores a nivel europeo.

Los mercados de capitales en España comenzaron a penetrar en la actividad económica a mediados de los años sesenta, impulsados por un incremento en la

renta de los hogares y por el atractivo de algunos valores de empresas emblemáticas, en su mayoría ligadas al sector público que daban el salto al parque al ser privatizadas (Telefónica, Iberia, Repsol, etc.)

Su modernización fue progresiva y dependió de hitos importantes como la publicación de la Ley del Mercado de Valores en 1988, el establecimiento en 1989 del CNMV como órgano supervisor de los mercados y el nacimiento en 2001 de Bolsas y Mercados Españoles (BME). Además, para complementar la figura de los mercados regulados, en 2006 y 2013 se crearon, respectivamente, los mercados alternativos de renta variable y renta fija, conocidos por su acrónimo como MAB y MARF.

Tanto el MAB como el MARF, son mercados autorregulados que dependen en su gestión de BME y que se organizan como Sistemas Multilaterales de Negociación (SML), lo que les confiere mayor flexibilidad y la capacidad para establecer reglas y procedimientos a medida. La creación de estos mercados habría permitido, en los últimos años, asistir a una mayor participación del tejido empresarial en los mercados de capitales, al facilitar el acceso a empresas de menor tamaño (empresas en expansión en el caso del MAB y empresas de capitalización media en el caso del MARF) a la obtención de financiación y capital.

De este modo, en estos años no solo ha cambiado la creación de las infraestructuras necesarias, sino también se observa una mayor madurez de nuestra economía y de sus agentes públicos y privados (sistema financiero, empresas y hogares). Tanto el sector público como el financiero, grandes participantes en la actualidad de los mercados de capitales, habrían experimentado una importante evolución en estas tres últimas décadas en lo relativo a su tamaño, sofisticación y necesidades de financiación, que habría determinado su capacidad de apelar a los mercados de capitales y, por tanto, el tamaño y profundidad de estos.

Según datos de la Federación Europea de Bolsas de Valores (FESE), el número de empresas con acciones cotizando en las bolsas españolas (BME) se multiplicó por 2 en el periodo 1993-1997 pasando de 379 a 727. En la actualidad esta cifra supera las 3.300 compañías, de las que una amplia mayoría (3.045 en mayo de 2017) se corresponde con sicavs o sociedades de inversión de capital variable.

También la capitalización bursátil de las empresas cotizadas, aunque muy ligada al ciclo económico, se habría multiplicado por más de por cinco, pasando de unos niveles inferiores a los 200.000 millones de euros en los comienzos de la década de los 90 a superar los 1.000 billones de euros en la actualidad. Esto habría estado motivado tanto por una mejora en la valoración de las empresas como por una mayor actividad

propiciada por un incremento de las ofertas públicas de venta.

El mercado de renta fija español, por su parte, experimentó una intensa expansión en las últimas décadas, tanto en términos de tamaño como en el número de emisores e instrumentos emitidos hasta situarse, a día de hoy, como uno de los mayores mercados de renta fija de Europa. A diciembre de 2017, el saldo de valores de renta fija listados en España ascendía a 1,7 billones de euros, muy por encima de los 390.856 millones de euros registrados en 1999 (primer año de referencia en los informes de la CNMV). La composición del saldo también habría variado notablemente en este periodo, pasando de una presencia mayoritaria de emisiones del sector público (77% del saldo vivo total) a una creciente importancia del sector financiero (con un peso del 17% en 1999 frente al 42% en 2016).

En lo concerniente a emisiones de renta fija por parte de empresas, su importancia, medida tanto sobre el total de emisiones como sobre los balances de las empresas, ha sido tradicionalmente reducida. No, obstante, a raíz de la crisis de 2007 y su efecto en la contracción del nuevo crédito bancario, hemos asistido a una presencia creciente de nuevos emisores en los mercados de renta fija. A este fenómeno ha contribuido la creación del MARF que, desde su creación a finales de 2013, ha registrado más de 30 nuevos nombres emisores a los que habría proporcionado 1.200 millones de euros de financiación a largo plazo y 3.400 millones de euros de financiación en programas de pagarés.

Este proceso de progresiva diversificación en las fuentes de financiación de las empresas españolas se ha mantenido durante los últimos años, apoyado por un entorno de elevada liquidez que ha favorecido una mayor demanda inversora y ha permitido a las empresas beneficiarse de bajos tipos de interés en sus emisiones. Además, con el fin de favorecer y hacer perdurar esta tendencia, la Comisión Europea puso en marcha en 2015 un plan de acción de cuatro años y más de 30 medidas dirigido a la creación de una Unión de Mercados de Capitales.

De completarse con éxito, medidas como las incluidas en este plan, gran parte de ellas ya implementadas y dirigidas a mejorar el acceso a los mercados de capitales por parte de empresas, disminuir obstáculos a la inversión transfronteriza y dinamizar la inversión en determinados sectores, como infraestructuras, y en pymes a través de instrumentos como la titulización deberían favorecer, que en los próximos años, podamos hablar de convergencia y desarrollo no ya de un mercado de capitales español sino europeo ::



Rentabilidad y solvencia del negocio asegurador

La evolución experimentada por la industria aseguradora española refleja la consolidación de un sector que en 2017 contabilizó un aumento de en torno al 8,8% del beneficio, manteniendo un robusto nivel de solvencia. Actualmente el sector mantiene un buen desempeño, al tiempo que afronta desafíos de diversa índole, como son los desafíos contables, de distribución de seguros y de gobierno corporativo, tal y como se puso de manifiesto en el II Taller Afi de Seguros celebrado en Afi Escuela de Finanzas¹.

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

La **industria aseguradora española** ha exhibido, en términos generales, una **evolución favorable en los últimos años**. Si bien **durante el periodo de crisis** 2007 - 2015 sufrió en la evolución de su negocio (en términos de volumen de primas), **«el impacto fue menos extremo que en otros sectores»** tal y como apuntó Pilar González de Frutos, Presidenta de UNESPA, en el II Taller Afi de Seguros celebrado en Afi Escuela de Finanzas el pasado mes de junio. *«Y es que durante dicho periodo, las compañías aseguradoras españolas siguieron comprando deuda pública (en un contexto de retirada de inversores extranjeros), generando empleo y sin necesitar ayuda pública»,* afirmó.

La **intensificación del crecimiento** en volumen de primas registrado **en 2016** (+13,8% frente a 2015) dio continuidad al avance de 2015, cuando se contabilizó el primer crecimiento global en volumen de primas desde 2011. **En 2017, el avance del volumen de negocio total tendió hacia el estancamiento** (-0,7%), y en el primer trimestre de 2018 ha experimentado una caída en primas (-4,58%), lastrada por la evolución negativa del ramo de vida.

En todo caso, la volatilidad en primas registrada por el ramo de vida no obsta para constatar que **el ahorro gestionado** (recogido en las provisiones técnicas de vida) **sigue creciendo**. Y es que de la composición total del negocio en España, el ramo de vida supone un peso del 45% (frente al

55% de no vida), a diferencia de lo que ocurre en otros países del entorno europeo, donde el ramo de vida acapara el 65% - 70% del volumen total de primas, lo que **denota el potencial recorrido que existe para el segmento de ahorro previsional en España**.

«El elevado n° de operadores convive con un alto grado de concentración». Con estas palabras, la Presidenta de UNESPA describía la **dinámica del censo asegurador español**, en el que «también hay algunas entidades que trabajan en España en régimen de LPS (Libre Prestación de Servicios), sin tener sucursales». En efecto, pese al **ajuste de más de la mitad de compañías acaecido en las tres últimas décadas**, a finales de 2017 había registradas en España 228 entidades operativas.

El tamaño medio de las entidades hay que ponerlo en contexto con el elevado grado de concentración del negocio asegurador en España, donde **el 80% del volumen total de primas corresponde a los veinte primeros grupos**, con lo que el 20% restante se distribuye en algo más de 200 compañías:

El **cuadro macroeconómico** constituye un **elemento clave en el crecimiento del mercado español de seguros**. Así, los aseguradores que operan tanto en el ramo de vida como de no vida se pueden beneficiar de un desempeño económico de España por encima de la media de la zona euro. En este contexto, la **resiliencia al entorno de**

EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE PRIMAS EN ESPAÑA, POR RAMO

Ramos	Volumen estimado de primas para el total del sector (millones de euros)					
	2016	2017	Evolución (%)	3M 2017	3M 2018	Evolución* (%)
TOTAL SEGURO DIRECTO	63.840	63.392	-0,70	18.521	17.673	-4,58
NO VIDA	32.703	33.992	3,94	9.230	9.593	3,93
Automóviles	10.566	10.922	3,37	2.836	2.919	2,93
Salud	7.730	8.058	4,24	2.110	2.228	5,59
Multirriesgos	6.734	6.881	2,17	1.859	1.912	2,85
Resto No Vida	7.673	8.131	5,96	2.425	2.534	4,49
VIDA	31.136	29.401	-5,57	9.291	8.080	-13,03
Riesgo	4.205	4.207	0,04	1.407	1.555	10,52
Ahorro	26.931	25.194	-6,45	7.884	6.525	-17,24
Provisiones Técnicas de Vida	177.818	183.519	3,21	181.067	185.080	2,22

* Último periodo disponible.

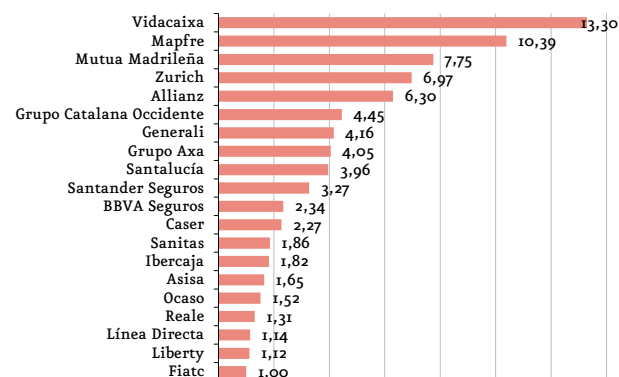
Fuente: Afi a partir de ICEA.

EVOLUCIÓN DEL CENSO ASEGURADOR EN ESPAÑA, 2006 - 2017

Entidades	Entidades de seguros privados clasificadas por su forma jurídica									2006 - 2017 (%)
	2006	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Sociedades anónimas	207	195	188	183	178	168	156	147	145	-30,0
Mutuas	38	35	34	32	32	31	31	31	31	-18,4
Mutualidades de previsión social	51	55	55	53	52	53	50	50	49	-3,9
TOTAL ENTIDADES SEGURO DIRECTO	296	285	277	268	262	252	237	228	225	-24,0
ENTIDADES REASEGURADORAS	2	2	2	2	2	3	3	3	3	50,0
TOTAL ENTIDADES DE SEGUROS	298	287	279	270	264	255	240	231	228	-23,5

Fuente: Afi a partir de Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).

Ranking del seguro español por grupos en 3M 2018 (Cuota de mercado sobre el volumen total de primas, en %)



Fuente: Afi a partir de ICEA.

bajos tipos de interés está presionando los márgenes de inversión, lo que ha motivado que en los últimos años las aseguradoras estén ajustando los tipos garantizados y las plusvalías realizadas en las carteras de bonos. A ello **se añaden otros factores de incertidumbre en clave de geopolítica internacional**, como las respuestas arancelarias agresivas que se están produciendo (que pueden incluso conllevar restricciones a flujos de inversión directa) o las condiciones en que finalmente se produzca

el brexit, ya que «España es una de las pocas economías de la eurozona que tiene superávit comercial (tanto en bienes como en servicios) con el Reino Unido», advirtió Emilio Ontiveros, Presidente de Afi.

En todo caso, «el sector mantiene buenos niveles de rentabilidad», apuntó Daniel Manzano, socio de Afi, al poner de manifiesto que **las compañías de seguros han mejorado significativamente su brecha relativa con respecto a la banca** a tenor del comportamiento de las principales magnitudes: tamaño, solvencia y rentabilidad².

En el plano regulatorio, **la absorción de la nueva normativa supone todo un desafío** para el sector, que afronta la inminente adaptación al **nuevo marco de distribución de seguros**³, o la implementación del **nuevo estándar contable IFRS 17**, que «conllevará una importante dotación de recursos humanos, materiales y técnicos para su correcta consecución», advirtió Iratxe Galdeano, socia de Afi.

Finalmente, José Antonio Fernández de Pinto, subdirector general de inspección de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones del Ministerio de Economía y Empresa, clausuró la jornada poniendo de manifiesto la **importancia del sistema de gobierno de las entidades aseguradoras**, cuyas «políticas de funciones clave han de converger hacia una aplicación práctica más allá del cumplimiento meramente formal» **»**

¹ Documentación del II Taller Afi de Seguros: Rentabilidad y solvencia del negocio asegurador en España (19/06/2018).

² Nota técnica: Revisitando el contraste del seguro y la banca en España.

³ Documentación de la Jornada Normativa en Distribución de Seguros (24/04/2018).



«Resulta fundamental para la empresa digital evaluar correctamente la naturaleza de los efectos red que predominan en su sector, sobre todo en términos de su ámbito geográfico.»

Efectos de red locales, nacionales, regionales y globales

Toda empresa dedicada al comercio electrónico o a la prestación de servicios digitales tiene que comprender cómo funcionan los efectos de red, puesto que permiten multiplicar el número de usuarios y, por tanto, los ingresos de la empresa. También desde un punto regulatorio conviene comprender el ámbito en el que se manifiestan esos efectos red. Lo más importante consiste en establecer si se verifican a nivel local, nacional, regional o global.

Los efectos de red a nivel local se producen cuando los usuarios, ofertantes o demandantes en una localización determinada no se benefician del aumento en otra. Por ejemplo, cuando alguien desea tomar un Uber, Lyft o Cabify lo importante es si se encuentra alguno disponible en las inmediaciones. La densidad de la oferta en otra ciudad, por ejemplo, es irrelevante.

En otro tipo de negocios, sin embargo, los efectos de red nacionales son los más importantes. En el caso de las agencias matrimoniales, por ejemplo, la mayor parte de sus servicios se circunscriben a un país en concreto, si bien es cierto que el ámbito regional o incluso global cobra más importancia a medida que pasa el tiempo.

Los servicios turísticos como Airbnb suelen ser de ámbito fundamentalmente regional puesto que dos terceras partes del turismo tiene lugar dentro de la misma región de residencia. Por ejemplo, la mayoría de los europeos se van de vacaciones a otros países europeos. Lo mismo es cierto en África, Asia e Iberoamérica. Las únicas excepciones son países grandes como China o Estados Unidos, donde la mayor parte del turismo es nacional. Es por ello que empre-

sas como Airbnb tratan de establecer masa crítica de oferta de alojamiento en regiones como Europa o el Este de Asia antes de expandirse por otras zonas, dado que sus clientes esperan poder contar con una oferta variada y competitiva en una región determinada.

También hay, por supuesto, negocios que se caracterizan por efectos red globales. Los mejores ejemplos son el de las remesas de emigrantes, el de las videoconferencias, o el de la compartición de archivos electrónicos, sector en el que se encuentra la empresa Dropbox. En esta categoría un usuario adicional en cualquier parte del mundo potencialmente añade valor a todos los demás usuarios, con independencia del país o de la ciudad en la que residan.

Resulta fundamental para la empresa digital evaluar correctamente la naturaleza de los efectos red que predominan en su sector, sobre todo en términos de su ámbito geográfico. Un diagnóstico adecuado permite asignar los recursos de marketing y de servicio al cliente de la manera más adecuada para apoyar el crecimiento internacional de la empresa.

Desde un punto de vista competitivo y regulatorio, es importante tener en cuenta que si los efectos de red son fundamentalmente locales se produce una dinámica en la que ninguna empresa sea líder en todos los mercados del mundo. Por el contrario, si predominan los efectos globales, lo más probable es que sean pocas las empresas que logren crecer de manera sostenida y se consoliden como líderes. Los efectos red permiten a las empresas crecer, pero resulta fundamental comprender el ámbito geográfico en el que operan ::

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 castigo ha sido generalizado por áreas y países.»

Emergentes castigados

Los meses de mayo y junio han sido testigo de una intensificación del castigo a los activos emergentes. Esta intensificación ha ocurrido de forma paralela a una fuerte salida de flujos de inversión en cartera, por momentos comparable a la acaecida en 2013-14 al hilo del inicio del final de la expansión cuantitativa por parte de la Reserva Federal (*taper tantrum*) y al episodio del verano de 2015 en China (*China scare*).

El castigo ha sido generalizado por áreas y países, aunque superior en aquellas economías con elevado déficit por cuenta corriente y proporción de deuda -privada y pública- denominada en moneda extranjera. Los testigos de este deterioro en activos emergentes quedan bien reflejados: ampliación de diferenciales de crédito en deuda denominada en dólares y divisa local, depreciación intensa de sus monedas y cesiones generalizadas en renta variable.

La existencia de elevados déficits por cuenta corriente implica una dependencia de la inversión extranjera para financiar una proporción elevada de la actividad económica desarrollada en el país. En estas condiciones, un país está muy expuesto a un brusco freno (o *sudden stop*) a las entradas de capitales que pueden producirse como resultado de un cuestionamiento por parte de los inversores al mantenimiento de sus inversiones en el país

y/o debido a que otras alternativas de inversión menos arriesgadas ganen atractivo relativo.

La historia muestra que ambos fenómenos pueden producirse con mucha rapidez y casi al mismo tiempo. Cuando ocurren, la variable de ajuste que facilita el reequilibrio es la divisa, que suele depreciarse de forma intensa en paralelo a la salida de capitales, permitiendo con ello una dolorosa (vía intenso ajuste de actividad en aquellos sectores o áreas de la economía más recalentados) pero necesaria recuperación de competitividad y atractivo para la inversión extranjera.

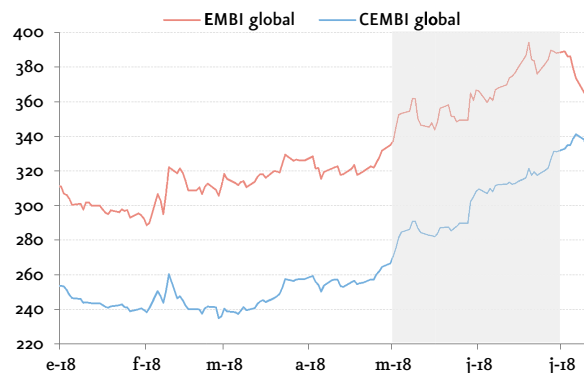
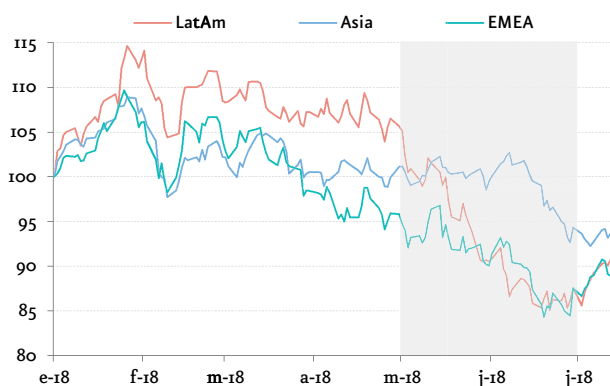
En la actualidad solo hay un número reducido de países emergentes con grandes desequilibrios por cuenta corriente (destacando Sudáfrica, Argentina y Turquía) y las condiciones de crecimiento e inflación en la mayoría son indicativas de una situación relativamente benigna.

En todo caso, sí existen una serie de factores que, en su conjunto, apuntan a la existencia de un riesgo potencial de reducción de flujos de inversión (tanto en cartera como en inversión directa extranjera) de corte más duradero hacia economías emergentes. En primer lugar y de forma preeminente, la escalada proteccionista liderada por la administración Trump que, lejos de moderarse se ha intensificado durante las últimas semanas. Su potencial impacto directo en la reducción de los

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

Evolución de renta variable y renta fija de economías emergentes

(Índices MSCI, izda.; Spread de índices EMBI, pb, dcha.)



Fuente: Afi a partir de datos de Bloomberg.

flujos comerciales, e indirecto vía complicaciones a la ya de por sí delicada transición económica en China, los canales de dolor hacia el conjunto de emergentes. El encarecimiento de las condiciones de refinanciación de la deuda externa denominada en dólares resultante de la apreciación de esta divisa, en paralelo a las subidas de tipos de interés por parte de la Fed, es el segundo factor relevante. Finalmente, la incertidumbre en materia de política económica derivada del resultado de las citas electorales en Turquía, México y Colombia (ya celebradas) y Brasil (en octubre) es el tercer factor clave.

Durante los primeros días de julio hemos asistido a una cierta estabilización e, incluso, a correcciones al alza de parte de las caídas en muchos activos emergentes. La amenaza, en todo caso, va a perpetuarse hasta que haya suficiente visibilidad en los factores arriba citados. Sobre todo, en relación al proteccionismo y a la dirección de los tipos en dólares y a esta divisa. En este entorno, la necesidad de extremar la selectividad a la hora de invertir en activos emergentes e identificar posibles situaciones de intensa infravaloración son las claves para la consecución de retornos aceptables ::



«El caso de Caddy Adzuba es el de una mujer que ha entendido mejor que nadie eso de que quien puede alzar la voz y hacer algo, tiene el deber moral de hacerlo.»

«Caddy»

Hace unos días en México, presentándome ante un grupo de personas, alguien me preguntó de dónde era de España. Y como todos mis paisanos, con una sonrisa orgullosa dije: «de Asturias». Y rápidamente una persona del grupo comentó: «ahí es donde se dan esos premios tan importantes...» y como ustedes pueden imaginar, los siguientes minutos de la conversación giraron en torno a los actuales Premios Princesa de Asturias.

Esto me hizo pensar en cuando era niña, y en que siempre vivíamos con mucha expectación el día de entrega de los premios, porque la comitiva real pasaba por delante de mi casa.

Supongo que por este hecho de la infancia y por lo que para todos los asturianos representan estos Premios, siempre he seguido muy de cerca los nombramientos de los galardonados. Y, si el mes pasado les hablaba de una mujer premiada con el Premio Nobel, esta vez quiero acercarlos a una mujer que, entre otros muchos reconocimientos, a pesar de su juventud —37 años—, es premio Princesa de Asturias de la Concordia 2014.

Su nombre es Caddy Adzuba, nacida en la República Democrática del Congo. Una mujer que ha renunciado a vivir cómodamente en Europa, a trabajar desde un despacho de Naciones Unidas, porque entiende que a pesar de estar amenazada de muerte tiene que estar donde más la necesitan, al lado de su pueblo, alzando la voz y luchando por los derechos humanos, sobre

todo por el de las mujeres que sufren abusos en territorios bélicos.

El caso de Caddy Adzuba es el de una mujer que ha entendido mejor que nadie eso de que quien puede alzar la voz y hacer algo, tiene el deber moral de hacerlo.

Se licenció en Derecho en la Universidad de su país, si bien actualmente trabaja como periodista en una emisora de radio nacional, desde donde alza su voz a pesar de los dos intentos de asesinato que ha sufrido desde que denunció la violencia sexual que sufren las mujeres en la República Democrática del Congo, un país que está en guerra desde 1996.

Caddy ha llevado a la Corte Internacional de Justicia y al Senado de Estados Unidos sus denuncias, tratando de luchar contra los 40 casos diarios de violaciones y maltratos sexuales que se estiman se producen en su país desde que empezó el conflicto, unas 500.000 mujeres y niñas. Porque si en cualquier lugar del mundo, la violencia sexual es algo atroz que hay que denunciar y combatir, en países como la RDC, aún más. Y es que una mujer que ha sido violada no solo tiene la secuela de la violación, sino que sufre repudio, marginación social y enormes dificultades para poder salir adelante ella y su hijo.

Les animo a que dediquen 9 minutos a escuchar el discurso de Caddy al recoger su premio, sin duda entenderán aún más su lucha. Les transcribo, no obstante, alguna de sus frases, que sin-

tetizan el horror por el que ella lucha a diario:

«...Hoy la mujer congoleña, víctima de los conflictos armados, violentada y violada, ha perdido toda su dignidad y vive en la deshonra. Ella, cuyos órganos genitales han sido sometidos a los ultrajes más viles, condenada a la esclavitud sexual, y rechazada por su propia comunidad, lleva 18 años sufriendo, 18 años de tortura, 18 años de destrucción, 18 años de huida errante y desplazamiento, 18 años de pobreza extrema. Los niños nacidos de esta atrocidad, que es la esclavitud sexual en tiempos de guerra, son a su vez víctimas de violaciones cuando son niñas, y reclutados a la fuerza en las bandas armadas cuando son niños. Un círculo vicioso de sufrimiento y desolación

que pone directamente en peligro el futuro de la nación congoleña, a causa de los miles de niños sin educación y traumatizados por los horrores de la guerra...»

Supongo que en este momento, quienes estén leyendo mis palabras, o más bien, las palabras de Caddy, estarán sintiendo un estremecimiento en el estómago y en el corazón. Siento provocarles estos sentimientos, pero no quiero dejar de compartir con ustedes el caso excepcional de mujeres luchadoras que ponen su vida en peligro cada día por tratar de cambiar el mundo.

Mi más humilde reconocimiento a esta Mujer Que Transforma desde nuestra jaula de oro ::



«La jubilación es un feliz derecho en la mayor parte de los países del mundo, solo es una desgraciada obligación en unos pocos, no precisamente los más avanzados.»

Pensiones VII: ¿el derecho o el deber de jubilarse?

Todos tenemos derechos y deberes, pero no siempre una cosa es al mismo tiempo un deber y un derecho, para el mismo sujeto, se entiende. Por ejemplo, pagar impuestos. Todavía no conozco a nadie que reivindique el pago de impuestos como un derecho, que por cierto nadie le impediría ejercer, aunque conozco a muchas personas que lo asumen, más o menos de grado, como una obligación, aparte de que lo es. Supongo que quien asumiese el pago de impuestos como un derecho sería visto como un tipo raro.

No digamos, si se tratase, por ejemplo, del tabaco. Que alguien se imponga la obligación de fumar nos parecería ya el colmo de la irresponsabilidad, siéndolo ya bastante el ejercicio del derecho a tal comportamiento, que, en mi opinión, no se puede limitar salvo en la medida en que afecte a terceros.

Bueno, pues resulta que hay por ahí agentes interesados en que la jubilación, además de ser un justísimo derecho de los trabajadores, sea a la vez una obligación. Al menos, en términos parecidos se expresa el clausulado del anexo del reciente Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva 2018-2020 (AENC). Si, como derecho, veo la figura de la jubilación una justísima disposición, como obligación la veo profundamente injusta. Es más, la veo de la misma manera que la ve el Tribunal Constitucional (TC) desde hace décadas. La veo inconstitucional. Y, ade-

más, la veo ineficiente, distorsionante y anclada en la vieja «falacia de la tarifa fija del empleo».

En España, hoy, no se puede establecer en un convenio colectivo la obligatoriedad de la jubilación llegada la edad legal de jubilación, cualesquiera que sean las circunstancias que concurran en el trabajador o la trabajadora que alcanza dicha edad. La jurisprudencia del TC lo avala, como decía. Solo hay una excepción en el Régimen Especial de Clases Pasivas del Estado (funcionarios de los grandes cuerpos), un vestigio galdosiano, en el que subsiste agazapada la figura de la «jubilación forzosa» a los 70 años. Además, en multitud de instancias, como es el caso de los sistemas de salud autonómicos, para su personal no de Clases Pasivas, se establecen (no sin el rechazo palmario de los profesionales) cláusulas de este tipo. En ambos casos en manifiesto incumplimiento de la jurisprudencia antes citada del TC.

Si el derecho a jubilarse, siempre bajo las condiciones dictadas por el sistema de pensiones, como es natural, se entiende bien, la obligación de hacerlo es totalmente incomprensible y más incomprensible aún es que la propongan las partes sociales de común acuerdo.

Según me comentan «personas cercanas» al asunto, como se dice en los reportes de la prensa americana, resulta que nadie sabe cómo y por qué esta cláusula ha acabado aterrizando en el

JOSÉ ANTONIO HERCE es Director Asociado de Afi.
Twitter: @_Herce

AENC. El cielo nos asista si es así como acabamos consensuando acuerdos. Lo ofrezco como un comentario amable que, en el fondo, quita hierro a un asunto de la máxima transcendencia. Ya que, en efecto, hay que preguntarse por qué habría partes interesadas en que la jubilación sea una obligación para los trabajadores.

Solo veo una explicación, que sea bienintencionada claro, porque mal intencionadas veo muchas. La misma se expresa en el texto de la cláusula mencionada (cito literalmente): «con el fin de facilitar el relevo generacional...»

Lo hemos vuelto a hacer, hemos vuelto a caer en «la falacia de la tarta fija del empleo». Y mira que desde hace décadas venimos los economistas advirtiéndolo sobre ello. Es decir, la creencia vulgar de que un trabajador de edad avanzada le quita el puesto a un trabajador joven y que hay que sacar al primero del mercado de trabajo para que entre el segundo...

Si alguien se toma la molestia de representar en una nube de puntos las tasas de actividad de individuos de 55 años y más y las tasas de paro juvenil, verá que en los países (verdaderamente) avanzados la rec-

ta que se ajusta a esa nube de puntos tiene pendiente negativa, es decir que allí donde más participan los mayores en el mercado de trabajo menor es la tasa de paro de los jóvenes. Esta evidencia es justamente la contraria de lo que piensa el redactor (o redactora, que todxs cometemos maldades) de la ya famosa cláusula citada.

El día que un trabajador mayor y otro joven puedan hacer el mismo trabajo descubriremos que a ese trabajo le quedan dos telediaris y que lo acabará haciendo un robot (pero de los baratos). A lo mejor esto es lo que tenemos en España. Pero si la realidad es así de dura, más nos valdría pensar en otro tipo de estrategias, antes que en volver a instaurar la jubilación obligatoria para ponerle el último clavo en el ataúd a la economía improductiva en la que, diríase, estamos pensando.

La jubilación es un feliz derecho en la mayor parte de los países del mundo, solo es una desgraciada obligación en unos pocos, no precisamente los más avanzados ::



España sin la tutela del BCE

«En la medida en que la nuestra ha sido una de las economías más favorecidas por los estímulos, cabe preguntarse por el impacto de la desaparición de los mismos.»

La anunciada desaparición de los estímulos excepcionales que introdujo el BCE en la definición de su política monetaria durante la crisis abre un escenario nuevo para las economías de la eurozona, especialmente para la española. En octubre de este año reducirá el tamaño de las compras de deuda desde los 30.000 millones de euros hasta 15.000 millones, para finalizarlo completamente en diciembre. A partir de septiembre de 2019 iniciará las subidas de su tipo repo, desde el nivel nulo actual. Todo ello, claro está, si las cosas en estos próximos meses transcurren conforme a lo previsto, en especial el escenario a medio plazo para la inflación que el propio BCE anticipa.

Ya era hora, pensarán algunos, mientras otros se apretarán los machos cuestionando si estamos preparados para ese desenganche. Suponemos que esa polarización de actitudes hacia lo que sin duda serán decisiones de gran significación para la economía europea, también se habrá manifestado en el seno del Consejo de Gobierno del banco central. La comunicación oficial iba acompañada de la especificación de que esa decisión fue adoptada por unanimidad. El presidente no dejó de subrayar que esa alteración trascendental en la política monetaria no es irreversible, que seguirán alertas

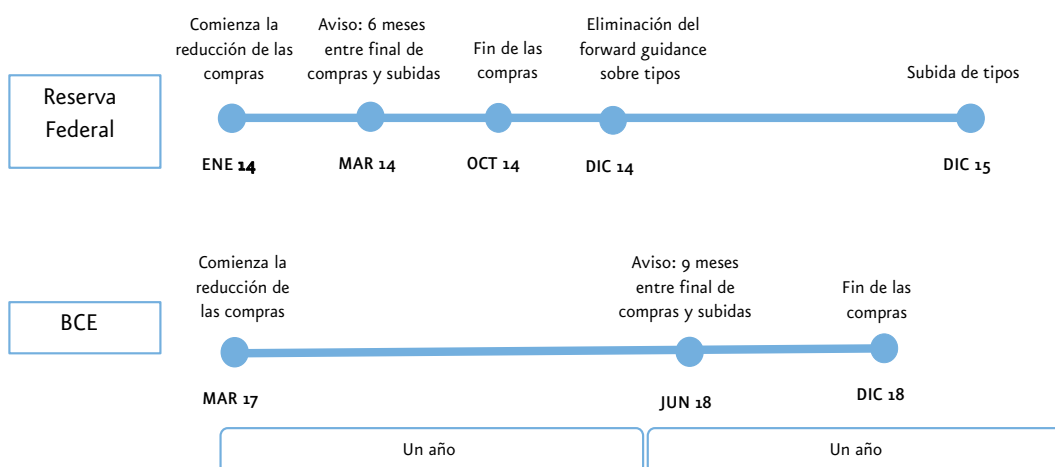
por si la evolución de la inflación, de la actividad económica de la eurozona o de la estabilidad financiera, no acompaña. Aunque no actúen, en la caja de herramientas de la política monetaria seguirán esos instrumentos que han sido esenciales en la superación de la crisis a partir del verano de 2012, cuando Draghi anunció que estaría dispuesto a hacer todo lo que estuviera en su mano para evitar la fragmentación o desaparición del euro.

La otra fecha que conviene tener en la cabeza es octubre del año que viene cuando el propio Draghi abandonará la presidencia del BCE y, probablemente, sea sustituido por alguno de los consejeros más críticos con la política mantenida hasta ahora. Ojalá deje bien encauzados los cursos de acción con el fin de que la transición sea menos traumática.

La transición no solo a un régimen monetario más normalizado, sino la propia en la economía española. En la medida en que la nuestra ha sido una de las economías más favorecidas por los estímulos, cabe preguntarse por el impacto de la desaparición de los mismos. En primer lugar, porque todavía en España el nivel de endeudamiento es muy elevado; el de las familias y empresas se ha ido reduciendo, pero no así el del conjunto de las Administraciones Públicas. Con un nivel de deuda

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

COMPARATIVA ENTRE LA ESTRATEGIA DE RETIRADA DE ESTÍMULOS DEL BCE Y LA FED



Fuente: Afi, BCE y Reserva Federal.

pública cercano al 100% del PIB, cualquier aumento en los tipos de interés de los bonos significará más gasto público y menor margen de maniobra de los presupuestos para atender otros destinos. Además, el coste del endeudamiento privado todavía mantiene un vínculo estrecho con los tipos de interés de mercado, especialmente el de las familias, referenciado de forma absolutamente mayoritaria al Euribor a pesar de los recientes desplazamientos hacia tipos de interés fijos.

Esa menor tutela del BCE sobre los agentes españoles endeudados puede coincidir con un menor crecimiento económico de la economía global y, desde luego, de la eurozona y España. La recaudación puede también crecer menos de lo que lo ha hecho estos tres últimos años, y también el empleo. El resultado será irremediamente un mayor esfuerzo en la atención

del servicio de la deuda a partir del año que viene.

Ese panorama menos cómplice del crecimiento económico ya está coincidiendo con tensiones comerciales derivadas de las decisiones adoptadas por la presidencia estadounidense que tampoco favorecerán la estabilidad financiera. Menor crecimiento, guerras comerciales y perturbaciones financieras son malos compañeros de viaje en esa transición a la normalización monetaria. Por eso, las empresas y las familias deberán enfocar el 2019 con elementos de análisis distintos a los de estos años. Pero también, me temo, el conjunto de las Administraciones Públicas. Todo ello en otro tipo de transición no menos significativa, la que debería conducir a la elaboración de unos nuevos Presupuestos Generales del Estado para 2019. Entretenimiento no nos va a faltar ::

