

 **empresa global**



Afi

186

Septiembre 2018

Mancha de aceite en el mercado residencial

Efecto de los tipos bajos sobre la banca española: márgenes, plusvalías y morosidad

Ciberseguridad en el sector financiero

Valoración de suelos con «text-mining»

Evolución de la industria del seguro española

ESTRATEGIA GLOBAL

La revolución de las citas digitales

LA FIRMA DE MERCADOS

Italia, de nuevo

#MUJERESQUETRANSFORMAN

El momento es ahora...

HOMO OECOMICUS

Pensiones VIII: ¿por qué no las financiamos con impuestos?

PASEO GLOBAL

Inventario de malas conductas





Empresa Global

Nº 186 (septiembre 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, Ángel Berges, Mónica Guardado, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Carlos Juarros Huerga, Daniel Manzano, Rosa Oliveros, Emilio Ontiveros, Pedro J. Rodríguez, Fernando Rojas, María Romero 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

¿Otra burbuja inmobiliaria?

La recuperación del sector inmobiliario residencial está viniendo acompañada de un nuevo crecimiento de los precios de la vivienda. Las noticias nos alertan de que los polémicos «pisos colmena» llegarán pronto a Barcelona. Cubículos de poco más de 3 metros cuadrados que, a pesar de no ser nada baratos, parece ser que ya tendrían inquilinos. Una vez más, estamos ante un problema de acceso a la vivienda. Pero ¿es el inicio de una nueva burbuja inmobiliaria? ¿Los alquileres están realmente subiendo? ¿Dónde? ¿Por qué? En el tema de portada del presente número de Empresa Global, las autoras analizan el estado actual del mercado inmobiliario para contestar a estas preguntas.

Además, dada la falta de herramientas de valoración inmobiliaria del suelo y la mejora en las técnicas existentes de procesamiento del lenguaje natural, la sección de tecnología presenta los resultados de un proyecto de valoración de suelos con *text-mining*.

Otro tema de gran actualidad al que dedicamos un artículo es la ciberseguridad, uno de los nuevos riesgos globales que enfrenta nuestro sistema económico y social. Por otro lado, el efecto de los tipos de interés bajos sobre la banca española y la evolución de la industria doméstica del seguro son también objeto de estudio este mes.

En cuanto a las prestigiosas firmas que cada mes nos acompañan, Mauro Guillén dedica su tribuna al funcionamiento y crecimiento de las redes sociales digitales en el campo de los servicios de citas y relaciones interpersonales. José Manuel Amor se interesa por la inestabilidad del mercado italiano, mientras que Mónica Guardado presenta a otra mujer que ha contribuido con su labor a que la diversidad y la igualdad de género sean una realidad no solo en su empresa sino en todos los ámbitos de la vida. Además, nos hace una propuesta tentadora: ¿y si compráramos de forma responsable solo productos a empresas que cumplen criterios de paridad?

José Antonio Herce nos explica por qué la financiación por vía impositiva no es la solución al reto de las pensiones y, finalmente, Emilio Ontiveros centra su atención en un interesante informe que sistematiza los patrones de malas prácticas en los mercados financieros, analizadas como una referencia conjunta para los participantes en los mercados. Se trata de un estudio muy valioso también para los propios reguladores, con el fin último de aprender de la experiencia y evitar la recurrencia de estas malas conductas ::

La Directora

TEMA DE PORTADA

Mancha de aceite en el mercado residencial

Los precios de la vivienda en las ciudades de Madrid y Barcelona se encuentran muy por encima de los de sus respectivas zonas urbanas y metropolitanas, si bien los precios de estas últimas están comenzando a crecer, sobre todo en los municipios más alejados.

Pag. 3



PERSPECTIVAS

Efecto de los tipos bajos sobre la banca española: márgenes, plusvalías y morosidad

Aunque la etapa de tipos bajos ha presionado fuertemente a la baja a los márgenes de intermediación bancaria, lo cierto es que la política de tipos bajos ha tenido un efecto positivo para la banca española.

Pag. 6



ESCUELA

Ciberseguridad en el sector financiero

Sin lugar a duda, la ciberseguridad es una de las cuestiones del panorama tecnológico actual que más está resonando en el ámbito económico y social del mundo desarrollado.

Pag. 11

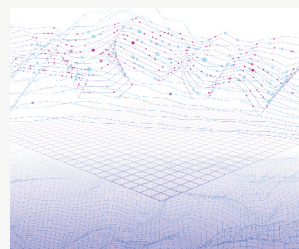


TECNOLOGÍA

Valoración de suelos con «text-mining»

La falta de herramientas de valoración inmobiliaria del suelo y la mejora en las técnicas existentes de procesamiento del lenguaje natural son las bases de este proyecto, cuyo objetivo es predecir el valor de mercado de los suelos

Pag. 13



30 AÑOS DE ECONOMÍA

Evolución de la industria del seguro española

El desarrollo de la industria moderna del seguro en España arranca hace poco más de treinta años. Los primeros veinte estuvieron determinados por la adaptación del sector a una economía más flexible y abierta y por un notable aumento de su penetración.

Pag. 17



PUERTAS ABIERTAS

Cómo gobernar un consejo de administración

El Afterwork para directivos organizado en Afi Escuela de Finanzas combinó la conferencia «Cómo gobernar un consejo de administración» impartida por Emilio Ontiveros con la presentación del Programa de Desarrollo Directivo en Economía y Finanzas aplicado a la Alta Dirección.

Pag. 21



ESTRATEGIA GLOBAL
La revolución de las citas digitales
MAURO GUILLÉN
Pag. 23



MERCADOS FINANCIEROS
Italia, de nuevo
JOSÉ MANUEL AMOR
Pag. 24



#MUJERESQUETRANSFORMAN
El momento es ahora...
MÓNICA GUARDADO
Pag. 26



HOMO OECOMICUS
Pensiones VIII: ¿por qué no las financiamos con impuestos?
JOSÉ ANTONIO HERCE
Pag. 27



PASEO GLOBAL
Inventario de malas conductas
EMILIO ONTIVEROS
Pag. 29

Mancha de aceite en el mercado residencial



[iStock]/Thinkstock

Los precios de la vivienda en las ciudades de Madrid y Barcelona se encuentran muy por encima de los de sus respectivas zonas urbanas y metropolitanas, si bien los precios de estas últimas están comenzando a crecer, sobre todo en los municipios más alejados y con los precios más altos. El crecimiento en precios puede deberse al incremento de la demanda efectiva, en el caso de Madrid, y de los precios del alquiler, en el caso de Barcelona.

Rosa Oliveros | Consultora del área de Economía Aplicada de Afi

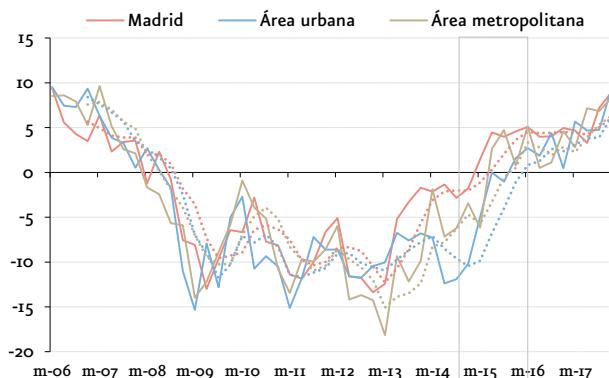
María Romero | Consultora del área de Economía Aplicada de Afi

La recuperación del sector inmobiliario residencial está viniendo acompañada de un nuevo crecimiento de los precios de la vivienda. Desde el mínimo alcanzado en el 3º trimestre del 2014 (3T14) y hasta el 1T18, los precios de la vivienda libre han crecido ya un 7,6%, según el Ministerio de Fomento (MFOM), aunque todavía son un 25,4% inferiores a los máximos registrados en el 1T08 (cuando llegaron a superar los 2.100 euros por metro cuadrado a nivel nacional).

El Índice de Mercados Inmobiliarios Españoles (IMIE) de Tinsa apunta a una nueva aceleración de los precios de la vivienda en el 2T18, ya que los últimos datos conocidos correspondientes al mes de junio reflejan un crecimiento de los precios de la vivienda del 6,4%, casi dos puntos porcentuales superior al observado en el 1T18.

Aun cuando no se conoce su desglose por área geográfica, todo parece apuntar a que las grandes ciudades, especialmente Madrid y Barcelona, están concentrando y liderando los mayores incrementos de los precios residenciales, en parte, con motivo de la atracción que ejerce el dinamismo de su actividad económica. Un comportamiento natural que puede ser la antesala de incrementos de los precios más generalizados territorialmente. En este contexto, conviene identificar hasta qué punto la revalorización de la vivienda está comenzando a afectar a las áreas colindantes, por el «efecto expulsión» que puedan generar en aquellas personas que no reúnan las condiciones económicas necesarias para afrontar esta nueva escalada de precios. Este artículo, por tanto, trata de identificar la «mancha de aceite» que pueda

Precio de la vivienda en la ciudad de Madrid y su área urbana y metropolitana (%, var. interanual)



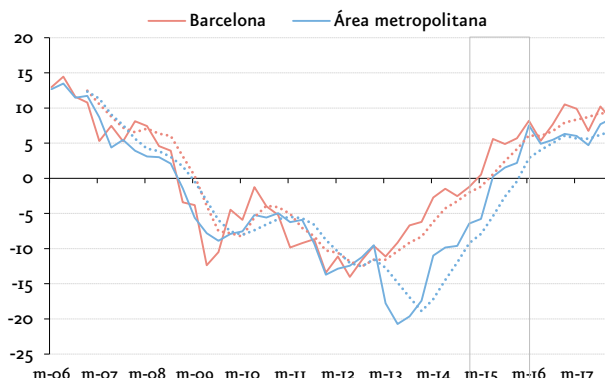
Fuente: Afi, MFOM.

estar produciéndose en las áreas urbanas y metropolitanas de las dos grandes ciudades españolas.

A cierre de 2017 y según el MFOM, los precios de la vivienda en las ciudades de Madrid y Barcelona se encuentran por encima, y con diferencias cada vez más pronunciadas, de aquellos que presentan sus respectivas zonas urbanas¹ y metropolitanas². El precio de estas zonas representó 0,6 veces el de los centros de las ciudades. Además, la ciudad de Barcelona, que parte de un mayor nivel de precios en euros por metro cuadrado que Madrid (3.054 y 2.862 euros en 4T17, respectivamente), presenta también una mayor distancia respecto a su área periférica de lo que se observa en la capital de España.

Más allá de la distancia que les separa, lo cierto es que los precios de las zonas urbanas y metropolitanas

Precio de la vivienda en la ciudad de Barcelona y su área urbana y metropolitana (%, var. interanual)

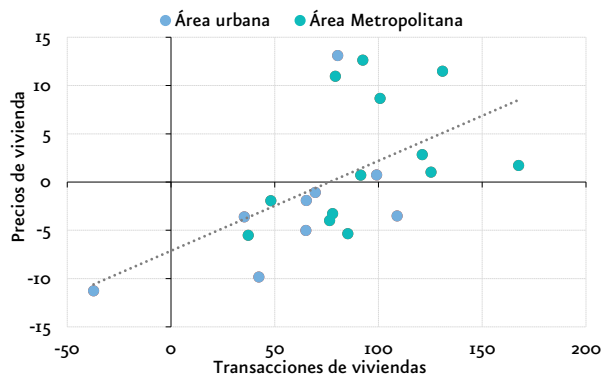


Fuente: Afi, MFOM.

nas ya han comenzado a crecer. Aunque lo hayan hecho con un retardo de aproximadamente un año, los ritmos de crecimiento registrados en los últimos trimestres son similares a los de los centros de las ciudades. A juzgar por la evolución reciente, no sería descartable que en Madrid estos crecimientos alcancen un mayor dinamismo a medida que el aumento de los precios de la vivienda en el centro de la ciudad expulse población hacia la periferia más próxima, mientras que en Barcelona parece que los precios de la vivienda hayan estabilizado su ritmo de crecimiento.

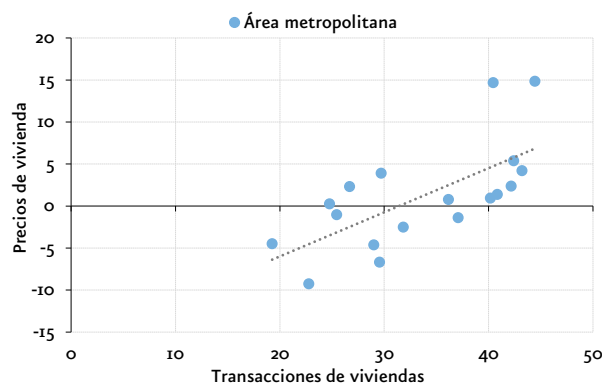
Si bien, cuando se analiza el comportamiento entre áreas periféricas, se observa que son las más alejadas al centro de la ciudad, es decir, los municipios que conforman el área metropolitana, las que están

Relación entre el precio y las transacciones de la vivienda en municipios que forman parte del área urbana y metropolitana de la ciudad de Madrid (%, var. 2013-17)



Fuente: Afi, MFOM.

Relación entre el precio y las transacciones de la vivienda en municipios que forman parte del área urbana y metropolitana de la ciudad de Barcelona (%, var. 2013-17)



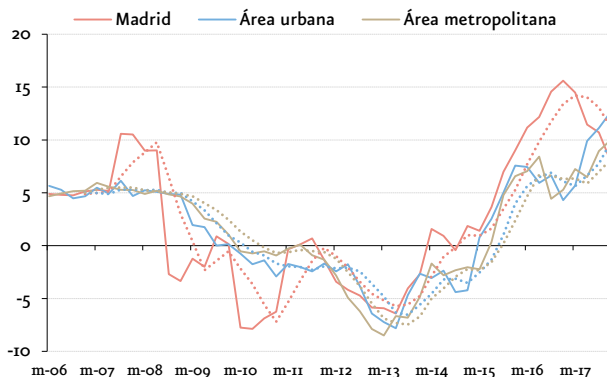
Fuente: Afi, MFOM, Idealista.

incrementando con mayor intensidad los precios de la vivienda. Son, igualmente, los municipios periféricos con los precios medios más altos, lo que puede responder también a la tipología de vivienda ubicada en estas zonas (predomina la unifamiliar), frente a las disponibles en el centro de la ciudad (donde es más común la vivienda en altura). Este es el caso de ciudades como Tres Cantos, Las Rozas, Majadahonda y Arganda en la corona metropolitana de Madrid, y Sant Cugat del Vallès y Castelldefels, en el caso de la de Barcelona.

Aun así, los niveles de precios de estas zonas siguen estando por debajo de los encontrados en las ciudades que ejercen de cabecera, por lo que se presentan como lugares de residencia sustitutivos a los núcleos de las ciudades (1.691 versus 2.862 euros en Madrid, 1.884 versus 3.054 en Barcelona).

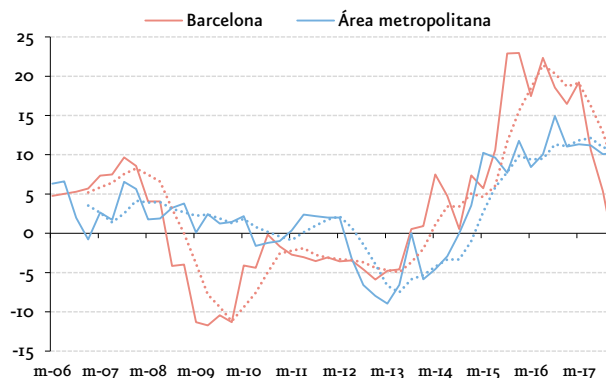
Atendiendo a los motivos que pueden estar detrás de la revalorización de las viviendas, se observa que en el área metropolitana de Madrid existe cierta relación entre el incremento de los precios y el aumento de las transacciones inmobiliarias o la demanda efectiva de vivienda, mientras que en el caso de Barcelona el incremento de los precios de venta de viviendas guarda una relación más estrecha con el aumento de los precios del alquiler. Podría deducirse, por tanto, que el incremento de los precios de la

Precio de la vivienda en alquiler en la ciudad de Madrid y su área urbana y metropolitana (% var. interanual)



Fuente: Afi, MFOM, Idealista.

Precio de la vivienda en alquiler en la ciudad de Barcelona y su área urbana y metropolitana (% var. interanual)



Fuente: Afi, MFOM, Idealista.

vivienda en Madrid se sustenta sobre unas bases más sólidas que en Barcelona, lo que puede condicionar la continuidad de los crecimientos observados recientemente.

En este sentido, los ritmos de crecimiento de la renta de alquiler parecen haberse normalizado en Barcelona, por lo que no cabría esperar una nueva aceleración de los precios de la vivienda en la ciudad condal en los próximos meses, siendo este comportamiento trasladable al mercado de vivienda en venta.

En el caso de Madrid, cuyo incremento de los precios responde más a la creciente demanda de vivienda en la capital y en sus áreas colindantes, cabría esperar una nueva revalorización de la vivienda, apoyada sobre la mejora de las condiciones económicas y financieras que facilitan el acceso a la misma (mayor creación de empleo, mejor acceso a la financiación hipotecaria, etc.).

En definitiva, este incremento de los precios de la vivienda coincide con un contexto de consolidación de la recuperación económica española y de normalización del nivel de actividad del sector inmobiliario. Pero será conveniente hacer un seguimiento cercano de la evolución de los precios en los próximos meses por el impacto que puedan volver a ejercer sobre la riqueza y finanzas de los hogares 🏠

¹ El **área urbana de Madrid** la conforman los municipios de Alcorcón, Leganés, Getafe, Móstoles, Fuenlabrada, Coslada, San Fernando de Henares, Alcobendas y Pozuelo de Alarcón.

² El **área metropolitana de Madrid** la conforman los municipios de Rivas-Vaciamadrid, Parla, Pinto, Valdemoro, Villaviciosa de Odón, Torrejón de Ardoz, Alcalá de Henares, San Sebastián de los Reyes, Tres Cantos, Las Rozas de Madrid, Majadahonda, Boadilla del Monte y Arganda del Rey. Por su parte, el **área metropolitana de Barcelona** está integrada por los municipios de L'Hospitalet de Llobregat, Badalona, Santa Coloma Gramanet, Cornellà de Llobregat, Sant Boi de Llobregat, Sant Cugat del Vallès, El Prat de Llobregat, Viladecans, Castelldefels, Cerdanyola del Vallès, Esplugues de Llobregat, Gavà, Sant Feliu de Llobregat, Ripollet, Sant Adrià de Besòs, Montcada i Reixac, Sant Joan Despí, Barberà del Vallès y Sant Vicenç dels Horts.

Efecto de los tipos bajos sobre la banca española: márgenes, plusvalías y morosidad



Aunque la etapa de tipos bajos ha presionado fuertemente a la baja a los márgenes de intermediación bancaria, lo cierto es que, en una consideración holística, la política de tipos bajos ha tenido un efecto agregado positivo para la banca española. Por un lado, en la caída de márgenes, la caída del volumen productivo ha pesado casi tanto como el descenso de tipos. Y por otro estos han permitido contar con una importante aportación de plusvalías en renta fija, así como una importante contribución al descenso de la morosidad.

Ángel Berges | Socio fundador y vicepresidente de Afi
 Federica Troiano @TrFederica | Consultora del área de Servicios Financieros de Afi
 Fernando Rojas @Ferojas | Consultor del área de Servicios Financieros de Afi

MÁRGENES EN BANCA: EFECTO TIPOS Y EFECTO VOLUMEN

Es evidente que desde el comienzo de la crisis la caída de márgenes ha sido importante en el negocio bancario español, con una reducción del margen de intereses de aproximadamente un 46%, mientras que los ingresos totales (margen bruto) se han reducido aproximadamente un 31%.

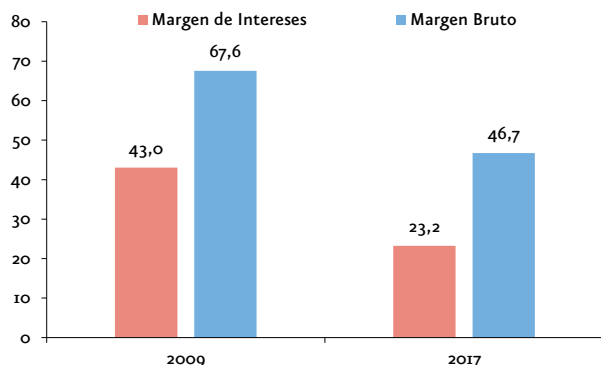
Esa caída, mucho menor en el margen bruto que en el margen de intereses, se debe al efecto compensador de partidas como las comisiones y la generación de rendimientos por operaciones financieras (ROF). Esta última partida está muy estrechamente vinculada con

las posiciones en renta fija y el aumento de valor de las mismas, en un escenario tendencial de reducción de tipos de interés.

En la caída del margen de intereses han operado tanto la reducción de tipos de interés y la consiguiente presión a la baja sobre los márgenes unitarios, como la intensa reducción registrada en los activos rentables.

En este sentido, conviene resaltar que la disminución de los activos rentables del conjunto de las entidades españolas ha alcanzado cerca de los 670.000 millones de euros desde 2009 hasta 2017. La mayor parte de esa reducción tiene lugar en el «crédito sano», es decir, el que devenga intereses, que cae de forma siste-

Márgenes del sistema bancario español (miles de millones de euros)



Fuente: Afi.

mática durante todos los años, siendo dicha caída especialmente acusada en 2012 y 2013, al hilo de los saneamientos y traspasos a SAREB.

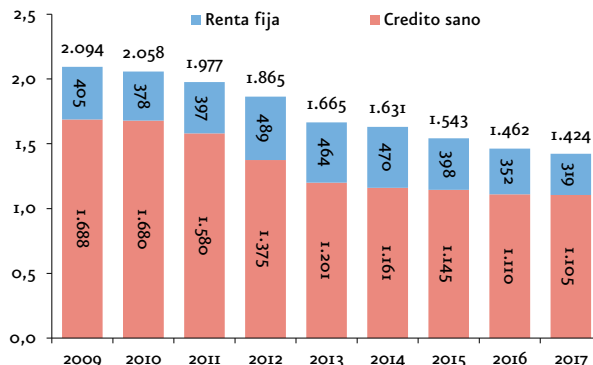
Esa reducción en el crédito sano por traspaso a dudosos o fallidos es especialmente gravosa para el margen de intermediación en la medida en que desaparecen los ingresos asociados al crédito originalmente concedido, pero no desaparece el coste financiero asociado a la financiación (depósitos o financiación mayorista).

Por otra parte, en esos mismos años de fuerte reducción del crédito sano tiene lugar un movimiento opuesto en el caso de la inversión en renta fija, especialmente en deuda pública española. En cierta medida, el importante incremento en dicha inversión viene incentivado por las facilidades de política monetaria del BCE, altamente favorecedora de estrategias de *carry trade*, a través de inversiones en deuda pública a largo plazo y altos tipos de interés, y financiamiento muy barato en el BCE. Esa inversión en renta fija se ha reducido en los últimos años, conforme la reducción de la pendiente hacía menos atractivas las estrategias de *carry trade*.

Esa dicotomía entre el crédito y la renta fija en los momentos de tipos más elevados, así como la evolución posterior de éstos, ha debido sin duda tener un impacto extraordinariamente elevado en los márgenes del sistema bancario, de tal manera que los efectos derivados de volumen y composición de los activos rentables deben ser analizados en combinación con el puro efecto atribuible a la política de tipos bajos estimulada por el BCE. Ese es el ejercicio que hacemos a continuación.

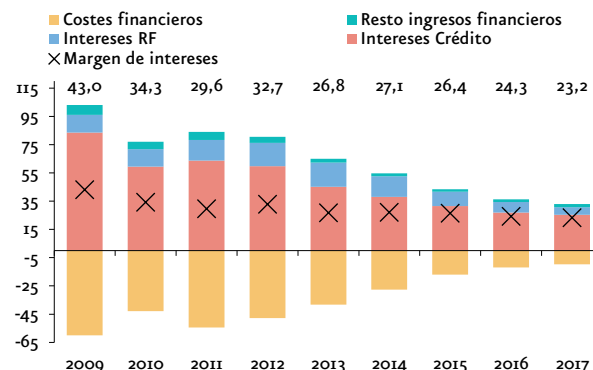
Para ello, se expone la descomposición del margen de intereses generado anualmente entre 2009 y 2017. Del análisis se pone de manifiesto una fuerte reducción en los ingresos generados por el activo rentable, el crédito y la renta fija, que generan margen de intermediación a través del cobro de intereses y el cobro de cupones, respectivamente.

Cambio en la composición del activo rentable (miles de millones de euros)



Fuente: Afi.

Descomposición del margen de intereses (miles de millones de euros)



Fuente: Afi.

Este descenso de los ingresos se ha visto compensado, pero solo parcialmente, por la caída de los costes financieros, que incorpora tanto un efecto tipos como un efecto volumen.

La reducción de costes financieros, en todo caso, ha sido claramente insuficiente para compensar la caída en la rentabilidad del activo, de tal manera que el margen de intereses registra una sistemática reducción año tras año, que en acumulado de 8 años supera los 100.000 millones de euros.

Para la descomposición entre efecto volumen y efecto tipos hemos realizado un ejercicio de simulación sobre las dos principales partidas de activo rentable: crédito sano y renta fija. En ambos casos hemos estimado el efecto que habría tenido la variación de volumen o de tipo de interés, manteniendo la otra variable constante al nivel de 2009. Para la estimación de efectos en ambas partidas hemos considerado como un dato exógeno el coste financiero de los pasivos (mezcla entre depósitos y financiación mayorista).

La siguiente tabla recoge los resultados de esa simulación realizada año a año desde 2009 a 2017, así

EFFECTO VOLUMEN Y TIPOS POR CATEGORÍA DE ACTIVO RENTABLE (MILLONES DE EUROS)

Descomposición de efectos	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Acumulado
Volumen Crédito	119	-1.276	-4.953	-7.968	-9.300	-10.410	-11.492	-11.970	-57.250
Tipo Crédito	-14.698	-12.666	-1.191	-13.113	-11.841	-10.247	-9.910	-8.524	-82.190
Volumen Renta fija	-126	-37	382	268	293	-32	-242	-395	110
Tipo Renta fija	3.021	3.506	4.136	5.357	4.789	4.595	3.951	2.898	32.253
SUMA DE EFECTOS	-11.683	-10.473	-1.626	-15.457	-16.059	-16.095	-17.693	-17.992	-107.077
ROF	4.348	3.033	3.259	9.934	8.631	6.316	4.285	2.461	42.267

Fuente: Afi.

como el efecto acumulado durante los 8 años transcurridos. Como cabría anticipar, el mayor efecto negativo emerge del crédito, tanto por un efecto volumen (-57.000 millones de impacto en margen) como por efecto tipos de interés, cuyo efecto agregado en 8 años lo estimamos en -82.000 millones. La renta fija, por su parte, aporta 32.000 millones positivos al margen de intermediación, todo ello atribuible a efectos tipos de interés (cupones de la renta fija), en la medida en que el efecto volumen fue ligeramente positivo en unos años y negativo en otros, con efecto agregado prácticamente neutro.

En conjunto, por tanto, la pérdida del margen de intereses acumulado durante ocho años sería de 107.000 millones, frente al máximo de 2009. De esa reducción acumulada de margen, algo más de la mitad (57.250 millones) serían atribuibles a efecto volumen y algo menos (unos 50.000 millones) a efecto tipos de interés, neto entre los 82.000 negativos del crédito y los 32.000 positivos de la renta fija.

Junto a ese efecto negativo de los tipos de interés sobre el margen de intereses, debe ser considerado otro componente que guarda una relación muy estrecha con la evaluación de los tipos de interés, cual es el rendimiento por operaciones financieras (ROF). Dicha partida recoge las plusvalías (o minusvalías) generadas en la venta de instrumentos financieros, mayoritariamente de renta fija, cuyo precio evoluciona de forma inversa al tipo de interés de mercado. En este sentido, no cabe duda alguna que las actuaciones del BCE, comprando masivamente deuda pública de los países de la eurozona, han sido un importante factor de reducción de los tipos de interés a largo plazo. Por tanto, cabe atribuir a esa política monetaria del BCE el principal mérito en cuanto a la generación de ROF en las entidades financieras españolas.

Pues bien, como ilustra la última fila de la tabla, dichas entidades han venido generando sistemáticamente ROF positivo durante todo el periodo de 2009 a 2017, de tal manera que el monto total acumulado durante dicho periodo (42.000 millones) casi permite compensar todo el efecto negativo de los tipos de interés sobre el margen de intereses, por lo que el efecto neto de estos sobre el margen bruto sería mínimo.

Junto a este efecto se debería tener en cuenta que una parte del incremento de comisiones registrado en el periodo analizado (unos 8.000 millones) sería atribuible a la gestión de fondos de inversión, cuyo incremento ha venido en gran medida explicado por el descenso de los tipos de interés.


TIPOS BAJOS Y MOROSIDAD BANCARIA

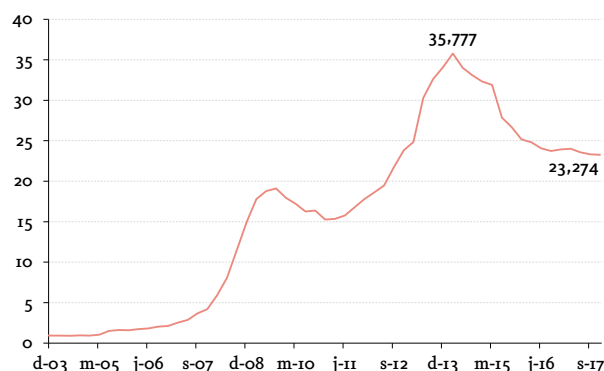
De hecho, un análisis del efecto de los tipos bajos del BCE sobre el sistema bancario debería incorporar un factor adicional, de signo inequívocamente positivo, cual es la contribución a la contención (o incluso reducción) de la morosidad y con ello del coste del riesgo, especialmente en el segmento hipotecario, cuya morosidad es extraordinariamente sensible al tipo de referencia. Es cierto que la estimación de dicho efecto incorpora un componente contrafactual que lo hace poco fiable, pero pocas dudas cabe albergar sobre su efecto neto positivo, que tratamos de estimar a continuación.

Para el análisis nos hemos centrado en los dos segmentos de crédito más importantes cuantitativamente, hogares para compra de vivienda y préstamos a empresas, en los que además es razonable anticipar una especial sensibilidad de su morosidad a los tipos de interés, al estar en su mayoría referenciados a tipos del mercado monetario (Euribor fundamentalmente).

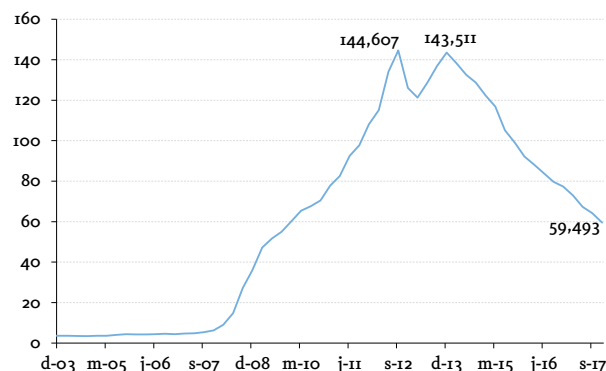
Los gráficos muestran la evolución temporal del saldo de morosos en los dos mencionados segmentos.

Evolución dudosos de vivienda (gráfico derecha) y empresas

(miles de millones de euros)



Fuente: Afi y Banco de España.



La morosidad en crédito-vivienda alcanzó su máximo a mediados de 2014 (cerca de 36.000 millones) y, desde entonces, ha corregido de forma ininterrumpida hasta algo más de 23.000 millones al cierre de 2017. Por otro lado, la morosidad en crédito a empresas (que incluye también a empresas del sector inmobiliario) alcanzaba su máximo en otoño de 2012, registrando una importante reducción en los seis meses siguientes, al hilo de los traspasos a SAREB, para incorporar un nuevo incremento hasta cerca de 143.500 millones y una posterior reducción sistemática desde entonces hasta los 59.500 al cierre de 2017.

De ambos gráficos se deduce claramente que las series son «no estacionarias», en el sentido de registrar tendencias no predecibles, por lo que cualquier modelo econométrico de relación con los tipos de interés debe ser estimado en diferencias, es decir en variaciones de saldo intertrimestrales.

Las series así escaladas (en diferencias) son las variables dependientes en un modelo econométrico en el que el tipo de interés (también en diferencias trimestrales) es utilizado como variable explicativa, junto con otras variables (de control) también relevantes en la evolución del saldo de morosos.

Tras un procedimiento de búsqueda del mejor ajuste, las variables de control que acompañan a la evolución de los tipos de interés como variables explicativas son:

- la evolución trimestral del Producto Interior Bruto (PIB);
- la propia variación de morosos, con un trimestre de retardo;
- dos variables binarias (*dummy*), con valores 0 o 1, que capturan sendos momentos en que tuvieron lugar cambios regulatorios en el tratamiento de la morosidad.

Las tablas adjuntas recogen el resultado de la estimación del modelo para ambas series, con un elevado grado de ajuste (*R-squared*) en torno al 80% en

ambos casos, e ilustrando la alta significación estadística de las variable explicativas.

Centrándonos en la variable más relevante para el tema que nos ocupa, es decir la evolución de los tipos de interés como variable explicativa, el modelo estimado indica que cada punto de variación de los mismos al alza (y permaneciendo constantes el resto de variables, sobre todo el PIB) se traduciría en un crecimiento de la morosidad de 1.700 millones en el segmento de vivienda, y de 6.600 millones en el segmento de empresas.

De manera simétrica, si el análisis lo realizamos retrospectivamente (*backward looking*), podemos estimar qué parte de la reducción de la morosidad desde

REGRESIÓN DEL CRÉDITO DUDOSO VIVIENDA Y EMPRESA

Var. Depn.: D(MOROSO_VIVIENDA)

Variables independientes

	Coefficiente	Prob.
C	502,27	0,00
D(PIB)	-0,24	0,00
D(TIPOS)	1.722,61	0,00
D(MOROSO_VIVIENDA(-1))	0,42	0,00
DUMMY2013Q2	4.726,41	0,00
DUMMY2015Q2	-3.673,20	0,00
R-squared	0,81	
R-squared ajustado	0,79	

Var. Depn.: D(MOROSO_EMPRESAS)

Variables independientes

	Coefficiente	Prob.
C	3.011,97	0,00
D(PIB)	-1,97	0,00
D(TIPOS_EMPRESAS)	6.630,48	0,00
D(MOROSO_EMPRESAS(-1))	0,36	0,00
DUMMY2012Q4	-29.290,03	0,00
R-squared	0,79	
R-squared ajustado	0,78	

Fuente: Afi.



[iStock]/Thinkstock

2013 hasta 2017 es atribuible a la reducción de tipos de interés. Aplicando los coeficientes estimados a la reducción de tipos experimentada en dicho periodo (3 puntos porcentuales), podríamos estimar que el efecto tipos explicaría una reducción de saldos dudosos de unos 25.000 millones de los que unos 5.000 millones serían en crédito vivienda y unos 20.000 en crédito a empresas.

Ese efecto tipos explicaría, por tanto, en torno al 30% de la reducción total experimentada en la morosidad, si bien el efecto sería mucho más importante en vivienda (un 60% de la reducción de la morosidad) que en empresas (entre un 20% y 25%), lo cual es razonable al ser los préstamos para vivienda mucho más sensibles a los tipos monetarios por la elevada referencia a los mismos en el tipo de concesión.

En todo caso, y como matiz a las estimaciones anteriores sobre el impacto de los tipos bajos en la reducción de morosidad, concluimos que dichas estimaciones representan probablemente un escenario de mínimos, al no incorporar efectos de «segunda ronda», concretamente el hecho de que el propio PIB, que es también altamente explicativo en la estimación de morosidad, también se ha visto favorablemente afectado por la evolución a la baja de los tipos de interés.

CONCLUSIONES

Existe un claro consenso en que el negocio de intermediación bancaria opera con mayores márgenes en un contexto de tipos elevados que en uno de tipos de interés cero o negativos. La razón estriba en la imposibilidad de trasladar a los depósitos la totalidad de las reducciones de tipos que operan sobre los activos

productivos, lo que presiona fuertemente a la baja el margen de intermediación.

En este sentido, resulta obvio constatar que los márgenes bancarios en España han sufrido una fuerte caída durante la fase de tipos de interés extraordinariamente reducidos y política monetaria ultralaxa llevada a cabo entre 2009 y 2017 por el BCE. Pero sería injusto atribuir esa reducción de márgenes exclusivamente a los tipos de interés registrados en ese periodo.

De hecho, un análisis más holístico permite concluir que, en conjunto, el efecto agregado de los tipos bajos ha sido positivo para la banca española, si se consideran otros factores, como llevamos a cabo en el presente artículo. En primer lugar, la caída del margen tiene un «efecto volumen» (reducción de los activos productivos) que es incluso mayor que el puro «efecto tipos». Y junto a ello, la política de tipos bajos ha permitido a las entidades una importante aportación a resultados por parte de sus inversiones en renta fija (deuda pública), así como una muy importante contribución a la reducción de la morosidad, con el consiguiente efecto positivo en la cuenta de resultados.

En todo caso, y mirando hacia delante, en la medida en que no cabe esperar ya efectos positivos marginales de la renta fija (ni en volumen, ni en cupones, ni en ROF) y que el posicionamiento de los activos y pasivos presenta un gap claramente positivo en el conjunto del sistema, parece razonable anticipar que una pronta normalización al alza en la curva monetaria del euro, al estilo de la registrada en la curva del dólar, sería muy positivo para el margen bruto del sistema bancario español ::



Sin lugar a duda, la ciberseguridad es una de las cuestiones del panorama tecnológico actual que más está resonando en el ámbito económico y social del mundo desarrollado. Enfrentar los riesgos de ciberataques elevará los costes de operación, pero también ayudará a restaurar la confianza de los clientes.

Carlos Juarros Huerga | Gerente de Ciberseguridad Mnemo Evolution & Integration Services S.A.

Uno de los puntos de inflexión más claros en ciberseguridad fue el famoso **ciberataque Wannacry en 2017**, que afectó severamente a bancos, servicios sanitarios y redes de transporte de **más de 150 países**.

El **cibercrimen está cambiando el concepto que teníamos sobre la ciberdelincuencia** ya que ahora el cibercriminal puede estar a miles de kilómetros de nosotros. El campo de estudio conocido como «journey to crime» estudia los trayectos de los delincuentes para cometer sus fechorías. El investigador Andy Brumwell analizó los trayectos de casi 260.000 infractores, lo que ha permitido saber, por ejemplo, que existe una clara tendencia a delinquir a una distancia prudencial de sus viviendas (ni demasiado cerca, por si los reconocen, ni demasiado lejos, para que el gasto y el esfuerzo no sean elevados). La irrupción de internet ha posibilitado que los **delincuentes encuentren a sus víctimas, casi sin gasto y sin esfuerzo, a miles de kiló-**

metros de distancia, ampliando enormemente el mercado de víctimas potenciales.

CASOS REALES DE CIBERATAQUES

Si acudimos a las estadísticas oficiales veremos que la cibercriminalidad no deja de crecer año tras año. Las estadísticas señalan que las tres industrias más atacadas en el mundo son, por orden, la banca, el **retail**, Gobierno y otros servicios, lo que posiciona al sector financiero como el principal objetivo de los ciberdelincuentes.

Existen ejemplos recientes como la cadena de ciberataques recibidos por el sistema bancario peruano en agosto de 2018. Como consecuencia, tuvieron que suspender temporalmente sus servicios al verse afectadas al menos seis entidades financieras.

Tampoco se puede olvidar que, en agosto de 2018, saltaron las alarmas en todo el mundo cuando se filtró un in-

forme interno del FBI dirigido a los bancos. El informe tenía como objetivo advertir a los bancos para que extremasen las precauciones y medidas de seguridad ante un posible ciberataque coordinado a cajeros automáticos de todo el mundo. La estrategia del robo consistía en sustraer millones de dólares clonando tarjetas bancarias.

Más cerca, y también en agosto de 2018, el **Banco de España sufrió un ciberataque** que llegó a materializarse y que impedía el acceso a su web desde servidores externos. A la vez, un equipo de investigadores de seguridad de IBM X-Force revelaba que el troyano bancario BackSwap (capaz de cambiar el número de cuenta del destinatario de las transferencias bancarias, así como robar las claves de acceso al banco de la víctima) tiene a nuestro país en el punto de mira, al detectarse que en la lista de objetivos de este *malware* se encuentran seis de los principales bancos españoles.

CÓMO AFECTA AL SECTOR FINANCIERO

Estos últimos casos recuerdan que **el 40% de los ataques web están dirigidos a la obtención de información**, siendo las aplicaciones web patrocinadas por el sector público y el financiero las que mayor número de ataques reportaron en 2017.

Entre los **principales tipos de ataque** orientado que están sufriendo los mercados financieros se encuentran los siguientes:

- Accesos no autorizados a los sistemas financieros
- Corrupción de la información
- Interrupción de los sistemas
- Accesos no autorizados a las cuentas
- Manipulación de los límites de operación
- Propiciar errores en el cálculo de márgenes
- Borrado, modificación de registros de liquidación de órdenes
- Envío de información falsa mediante *spoofing* (suplantación de identidad)
- Manipulación de los algoritmos de cálculo de índices
- Manipulación de los protocolos de intercambio de información financiera
- Hackeo y control de los sistemas de *trading*

Contar con un **Programa de Ciberseguridad** provee a la organización de un instrumento para la gestión adecuada de la seguridad de sus activos de información que, alineado con la estrategia corporativa, **convierte a la seguridad en un habilitador de negocio** y genera la transformación del riesgo en oportunidades.

MEDIDAS DE PROTECCIÓN PARA EVITAR CIBERATAQUES

Si bien las nuevas regulaciones para enfrentar los riesgos de ciberataques elevarán los costos de operación, también ayudarán a restaurar la confianza de los clientes. Por tanto, es importante disponer de un plan estratégico para recoger el análisis general de riesgos del sector financiero sobre las principales infraestructuras (incluidas las tecno-

lógicas) e implantar **medidas de protección para prevenir, evitar y mitigar los ciberataques**:

- Desarrollar y evaluar un programa de seguridad de la información corporativa o transformar el existente.
- Identificar y gestionar las amenazas a las que se enfrenta el negocio.
- Aplicación de regulaciones, normas y estándares internacionales de seguridad de datos personales y privacidad, así como las tendencias tecnológicas como el cómputo en la nube.
- Elevar el nivel de la seguridad de la información a un nivel certificable bajo diferentes estándares internacionales
- Diseñar planes de continuidad de negocio y de recuperación de desastres, enfocado a los riesgos a los que se está expuesto.
- Administrar los accesos y las identidades de manera eficiente y efectiva.
- Proteger la confidencialidad, integridad y disponibilidad de los datos.
- Fomentar la educación y cultura de ciberseguridad entre los usuarios finales, y el personal de las propias instituciones que, a través de una capacitación continua, redunde en una participación activa para mitigar los riesgos de ciberataques.
- Colaborar en proyectos para fortalecer los controles de seguridad de los distintos componentes de las infraestructuras y plataformas operativas que soportan los servicios financieros, promoviendo el aprovechamiento de las tecnologías de información para prevenir, identificar, reaccionar, comunicar, tipificar y hacer un frente común ante las amenazas presentes y futuras.

Como dijo hace unos años **Gene Spafford**, destacado experto en seguridad informática: **«En general, la gente no está interesada en pagar más por tener más seguridad. Al principio, los cinturones de seguridad costaban 200\$ y nadie los compraba».**

Esta ingeniosa frase nos hace recordar que, aunque el sector se encuentra cada vez más concienciado, las inversiones en ciberseguridad continúan siendo insuficientes existiendo una alta exposición al riesgo de los negocios del sector financiero. Asimismo, resulta fundamental la formación en la materia de todos los agentes involucrados.

Para conseguirlo, existen soluciones y compañías que nos ayudan a proteger nuestra información y cursos innovadores que nos permiten aprender a blindarnos ante los ciberdelincuentes o, lo que es lo mismo, hacer que ese cinturón de seguridad pase a ser un gran aliado para la continuidad del negocio.

En este contexto, el **curso de especialización en Ciberseguridad y Ciberriesgos**, que imparte Afi Escuela junto con **MNEMO**, compañía especializada en ciberseguridad, hace que los alumnos aprenden a controlar los principales riesgos a los que se expone la compañía y a generar estrategias en ciberseguridad ::



[iStock]/Thinkstock.

La falta de herramientas de valoración inmobiliaria del suelo y la mejora en las técnicas existentes de procesamiento del lenguaje natural son las bases de este proyecto, cuyo objetivo es predecir el valor de mercado de los suelos a partir de las características encontradas en el campo de descripción de texto libre en anuncios de portales inmobiliarios.

Pedro J. Rodríguez | Analista de Modelos de Riesgo en Sareb

En los portales o webs inmobiliarios, es frecuente la existencia de un campo de texto libre en el que el anunciante tiene la posibilidad de detallar mejor las características del inmueble que quiere vender, de forma adicional a lo que permite el resto de campos estructurados del portal. Por otro lado, las herramientas y modelos actuales de valoración existentes en el mercado están muy focalizados en la tipología residencial, siendo poco habituales las aplicables a valoración de suelos.

Por todo ello, decidimos iniciar un proyecto que hará uso de la información contenida en los campos de descripción de texto libre de los anuncios de suelos (urbanos y urbanizables), así como de información externa relevante, para predecir el valor de mercado de dichos activos.

El primer paso antes de organizar las diferentes tareas es obtener un **entendimiento suficiente del**

negocio inmobiliario que permita definir y elegir la información más adecuada y relevante para el desarrollo de los modelos. Para ello, tras contactar con varios expertos en valoración inmobiliaria, confirmamos la referencia en la que se sustentan las tasaciones de suelos urbanos y urbanizables realizadas por las entidades tasadoras en el mercado inmobiliario actual, el **método residual de valoración del suelo**, definido en la Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles.

De manera resumida, este método considera el valor del suelo como el «residuo» que se produce al deducir al valor de venta del producto terminado, todos los costes asociados: gastos de la promoción, costes de construcción y beneficios del promotor. Mediante este método se obtiene el **valor de repercusión del suelo**, medido como precio de venta entre superficie edificable (m^2 construidos del producto terminado).

Además del método utilizado para valorar, se necesita contar con una información mínima para poder realizar la valoración de un suelo: la **superficie total del terreno**, la **localización** (municipio y provincia en el que se encuentra el suelo, distancia al centro urbano, etc.), la **clasificación o tipología del suelo** (suelo urbano, urbanizable y no urbanizable o rústico), la **calificación o usos permitidos del suelo** (residencial, terciario, industrial, dotacional, etc.) y la **edificabilidad** o superficie máxima edificable.

La metodología seguida para afrontar el problema propuesto ha sido la metodología **CRISP-DM** (*Cross-industry standard process for data mining*), que define el marco de trabajo a seguir para el correcto desarrollo de un proyecto de *Data Science*.

Una vez conocemos mejor el negocio, organizamos las tareas del proyecto, y definimos la metodología a aplicar, se divide el problema en cuatro fases:

FASE 2: DESARROLLO DEL MODELO DE «TEXT-MINING»

El objetivo de esta fase es obtener el valor de las características de los suelos dentro del campo de texto libre, mediante el desarrollo de un modelo de extracción de información o modelo de reconocimiento de entidades (NER, *Named Entity Recognition*). Se decide utilizar modelos de *Deep Learning*, utilizando una muestra de datos de entrenamiento etiquetados a mano. El mejor modelo resultante es una RNN (red neuronal recurrente) con tres capas LSTM (*Long Short-Term Memory*) establecidas secuencialmente, añadiendo un 30% de dropout no recurrente. Este modelo mejora en un 28% el rendimiento (métrica *F-Score*) del modelo *benchmark* propuesto, definido como aquél que clasifica todas las palabras del texto como «sin significado», como queda confirmado en la evolución del *accuracy* de cada modelo según aumenta el número de épocas entrenadas.

FASES DEL PROYECTO DE VALORACIÓN DE SUELOS CON «TEXT-MINING»



Fuente: elaboración propia.

FASE 1: OBTENCIÓN DE DATOS

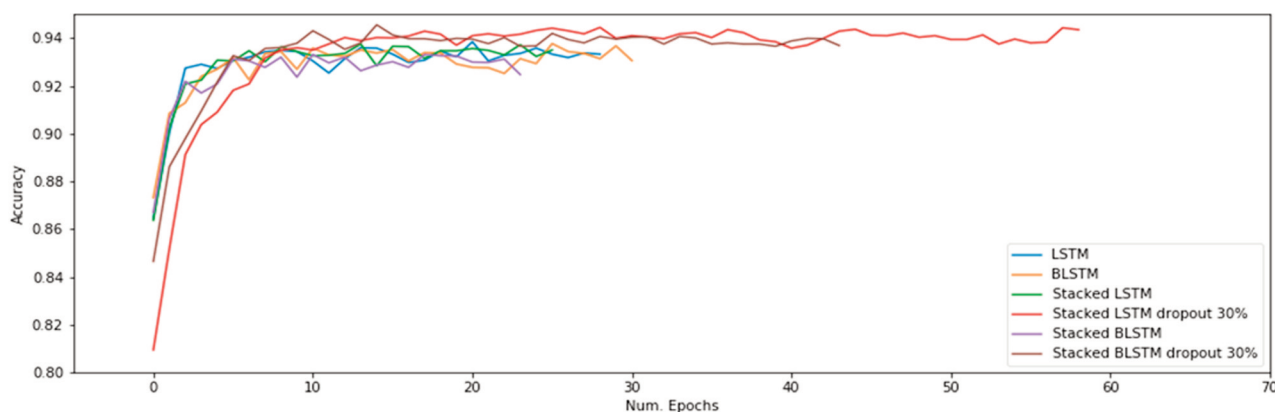
Se procede a la descarga de un mínimo número de anuncios con datos suficientes, utilizando técnicas de web scrapping. Se extraen datos tanto estructurados (en forma de «clave-valor») como no estructurados (descripción de texto libre), y se almacenan en una base de datos NoSQL -en nuestro caso MongoDB. Analizamos y tratamos estos datos mediante técnicas de NLP (procesamiento de lenguaje natural) y expresiones regulares.

Se desarrollan, además, un **modelo de extracción de la tipología de suelo** cuyo objetivo es la extracción de la tipología del suelo para la selección de la muestra de registros a etiquetar para el modelo NER, y un **modelo de extracción de la localización** para la obtención de la provincia y municipio a partir de la localización escrita en texto. Ambos modelos utilizan, fundamentalmente, expresiones regulares.

FASE 3: DESARROLLO DEL MODELO DE PRECIOS

El objetivo, en esta fase del proyecto, es estimar el

Evolución del *accuracy* en validación durante *training* (tamaño ventana 3)



Fuente: elaboración propia.

precio final del inmueble anunciado. Utilizamos los datos extraídos del campo de descripción de texto libre (predicciones del modelo de reconocimiento de entidades de *text-mining*) y datos incorporados de fuentes externas como el INE (Instituto Nacional de Estadística), IGN (Instituto Geográfico Nacional), Fomento, Idealista y CYPE (costes de construcción), entre otros, sin utilizar ningún dato adicional disponible en los anuncios.

Se entrenan diversos modelos de regresión incluidos en la librería *scikit-learn* de Python, desde los más sencillos, como regresiones lineales o árboles de decisión, hasta modelos de *ensemble* más complejos, como *Gradient Boosting* y *Random Forest*.

El mejor modelo de regresión obtenido en esta fase es un *Random Forest* (*ensemble* de árboles de decisión), cuyo rendimiento, medido en términos de R^2 ajustado, resulta en una mejora de un 121% con respecto al *modelo benchmark* definido, el cual utiliza únicamente los datos estructurados de los anuncios.

Se aprecia que las variables con más relevancia en el modelo final tienen **sentido de negocio**, como

la edificabilidad, la superficie total o la distancia al núcleo urbano.

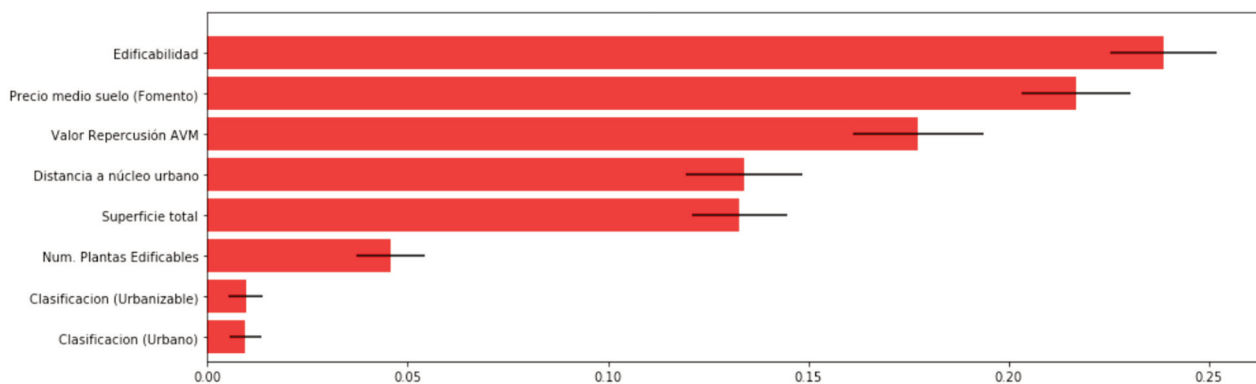
Adicionalmente, se desarrolla un modelo sencillo de valoración estadística (AVM), que implementa el **método residual estático** (artículos 40 a 42 de la Orden ECO/805/2003) de valoración inmobiliaria. Toma como datos de entrada el tipo de suelo y la lista de usos permitidos, y devuelve el **valor de la repercusión del suelo**. Este valor se añade también como *input* al modelo de regresión de predicción del precio.

FASE 4: INTEGRACIÓN FINAL

En la última fase, integramos todos los pasos y resultados intermedios para generar un **proceso único e integrado**, mediante el cual, a partir del texto con las características de un suelo, se pueda estimar su valor de mercado. De esta manera, facilitamos su uso en posibles aplicaciones futuras. Finalmente, como muestra de aplicación práctica del proyecto, se desarrolla una aplicación web sencilla que utiliza, de manera integrada, todos los modelos descritos.

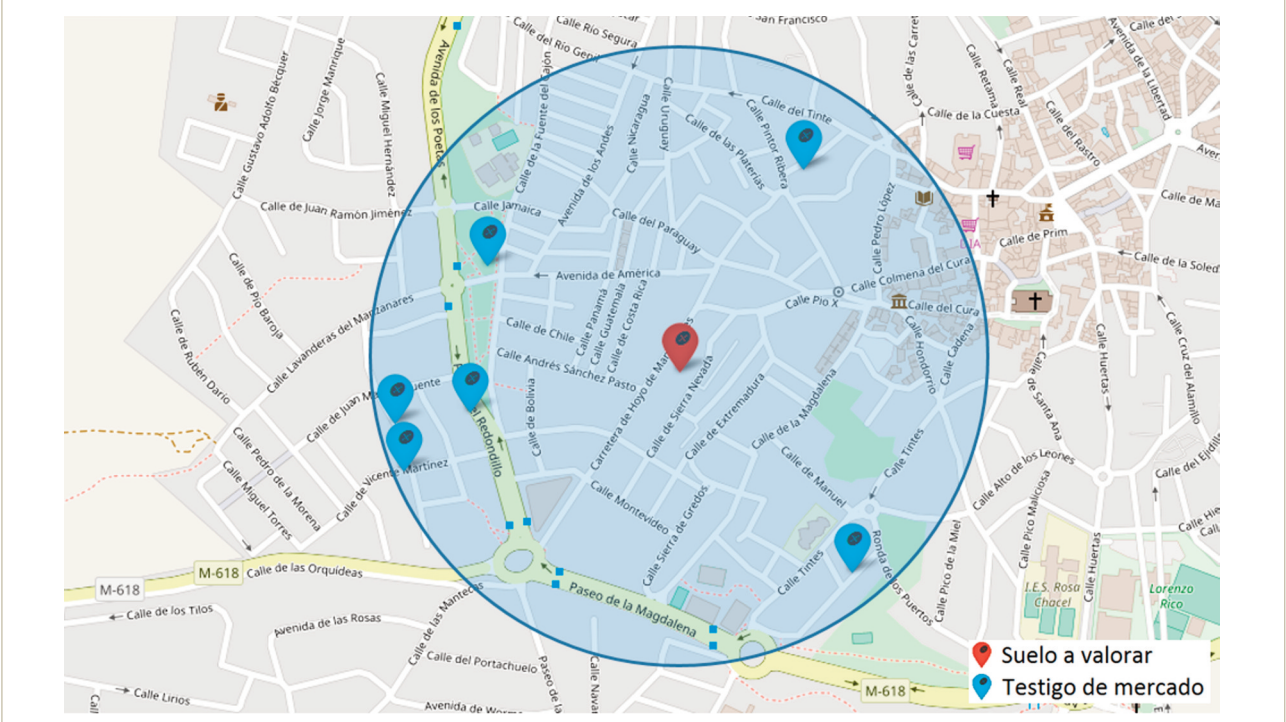
En esta aplicación, el usuario únicamente tiene que introducir la descripción y la localización del

Importancia de las variables



Fuente: elaboración propia.

EJEMPLO GRÁFICO DE TESTIGOS*



Fuente: elaboración propia.

APLICACIÓN WEB

Valora tu suelo

← → ↻ https://localhost/

Ok!

Precio calculado correctamente!

Valora tu suelo



Descripción del suelo en venta:

Quieres vivir en Somio? Ven a conocer esta exclusiva parcela urbana de 2.730m², con edificabilidad de 0.16, tienes la posibilidad de construir 436 metros cuadrados. Con casi cincuenta metros de frente. Servicios de agua y luz en la misma parcela. Parada de autobuses muy cerca. Y si lo que necesitas es una parcela para construir dos viviendas, esta es la ideal. Parcelable, llana, con buen acceso. Ven a conocerla sin compromiso. Somos promotores y constructores, te realizamos el proyecto de tus sueños a medida. Llámanos: 678069703

Localización:

Camino de los cerezos, 63, Barrio Somio, Distrito Somio - Cabueñes, Gijón, Asturias

Calcular Precio

Precio estimado: 285.529,21 €

suelo a valorar en lenguaje natural, y mediante un único *click* obtendrá el valor de mercado de dicho suelo estimado por el modelo ::

Nota: este artículo es un extracto del trabajo de fin de curso del [Máster Executive en Data Science y Big Data en Finanzas](#) 2017-2018, Afi Escuela de Finanzas.

Nota: este artículo es un extracto del trabajo de fin de curso del [Máster Executive en Data Science y Big Data en Finanzas](#) 2017-2018, Afi Escuela de Finanzas.

Evolución de la industria del seguro española



El desarrollo de la industria moderna del seguro en España arranca hace poco más de treinta años. Los primeros veinte estuvieron determinados por la adaptación del sector a una economía más flexible y abierta y por un notable aumento de su penetración. En la década más reciente no ha sido inocua para su desarrollo la profunda crisis económica y financiera vivida por la economía mundial y española. Sin embargo, el sector asegurador español ha mostrado de lejos un desempeño mucho mejor que el sector bancario reduciendo su brecha relativa frente al mismo en términos de tamaño y definiendo niveles de solvencia y rentabilidad muy superiores. Aunque con un menor tamaño relativo, también compara bien con sus homólogos europeos. En los próximos años se enfrenta a notables retos de digestión regulatoria, adaptación tecnológica y dinámica competitiva.

Daniel Manzano @dmanzano_afi | Socio de Afi.

INTRODUCCIÓN

Poco más de treinta años hace que la Ley de Ordenación del Seguro Privado de 1984 y su posterior Reglamento introdujo un considerable progreso en la regulación y desarrollo del sector asegurador en España, al crear un marco más acorde con la posterior entrada de España en la CEE. Facilitó la atracción de entidades extranjeras, la libre concurrencia y establecimiento, la libertad de precios y mejoró la competitividad de las variopintas entidades (sociedades anónimas, cooperativas, mutuas y mutualidades de previsión social) que entonces desarrollaba –y todavía ahora desarrollan– la actividad aseguradora en nuestro país¹. A la vez que se reordenaba el

sector, se planteaba el desarrollo de los planes de pensiones privados, que, aunque no forman parte en sentido estricto de las actividades del sector, constituyen un producto próximo propio de la actividad *para-aseguradora*. Desde su aprobación en 1987, ha sido impulsado por el propio sector, aunque en la práctica compite con el seguro de vida tradicional².

Las décadas posteriores han sido años de consolidación del sector en el que se han operado grandes cambios, no solo en el marco institucional, también en el regulatorio y no menos en la dinámica competitiva. Su desenlace es hoy un sector mucho más moderno en general, que ha sorteado con éxito la grave crisis económica-financiera de

la última década, con necesidades aún de consolidación (más allá de la que ha tenido lugar) y con capacidad de un mayor crecimiento relativo que en los principales países de nuestro entorno, dado su menor desarrollo, particularmente en el ramo de vida. Por supuesto, se enfrenta también a las alteraciones propias que supone la disrupción provocada por la extensión de lo que convencionalmente conocemos como economía digital, disrupción que es particularmente impactante en los servicios de la industria financiera y aseguradora.

DIEZ AÑOS DE EJEMPLAR COMPORTAMIENTO RELATIVO FRENTE A LA BANCA EN UN ENTORNO ECONÓMICO Y FINANCIERO HOSTIL: 2008-2017

Si algo es llamativo en la última década es el dispar y favorable comportamiento relativo del sector seguros español frente al traumático desempeño que ha exhibido el sector bancario durante la crisis. Los gráficos que recogemos posteriormente ilustran la evolución de ambos sectores utilizando diferentes magnitudes; en particular el tamaño de sus balances, fondos propios, resultados netos y rentabilidad (ROE), medidas todas ellas en términos de agregados de las compañías por sus negocios en España.

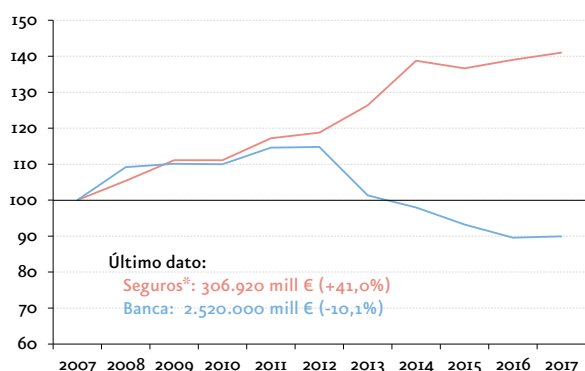
En el caso del sector seguros: su balance agregado ha tenido un crecimiento sostenido durante estos diez años, pasando de los poco más de 200 millardos de euros al inicio de la crisis, a superar 300 millardos; es decir, un aumento del 50% aproximadamente. Lógicamente dicho crecimiento está asociado en gran medida al de las provisiones matemáticas del negocio de vida, representativas en última instancia del volumen total de ahorro gestionado por dicho ramo.

En paralelo a dicha expansión puede apreciarse cómo se ha producido un sustancial fortalecimiento de los fondos propios del sector, doblándose prácticamente en el periodo los 23 millardos de euros iniciales. Ello se ha traducido en una reducción significativa de su apalancamiento, que ha pasado de 10 a 7 veces los fondos propios del sector, en un contexto además de expansión sostenida de aquel.

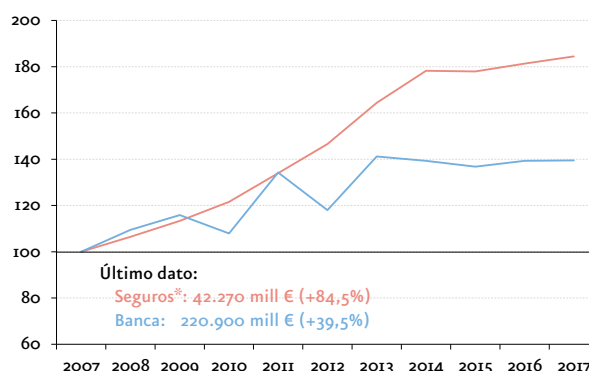
Este reforzamiento de la solvencia ha sido posible por el mantenimiento durante esta década de unos resultados robustos a pesar de la crisis. Desde 2008 ha tenido lugar, en general, un crecimiento relativamente estable de los mismos; en realidad hasta los últimos dos años, periodo en el que los bajos tipos de interés han penalizado los resultados financieros del sector.

Evolución de magnitudes relevantes del sector bancario y de seguros (*)

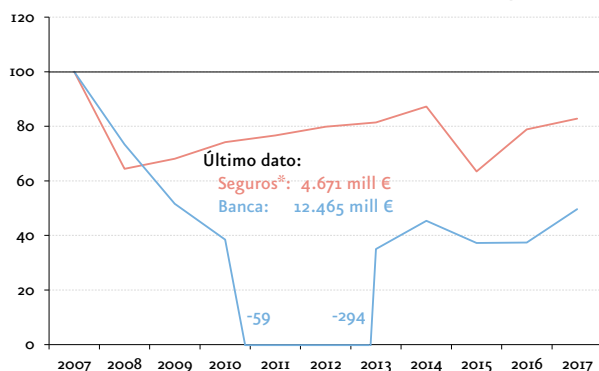
Tamaño de balance (base 100 = 2007)



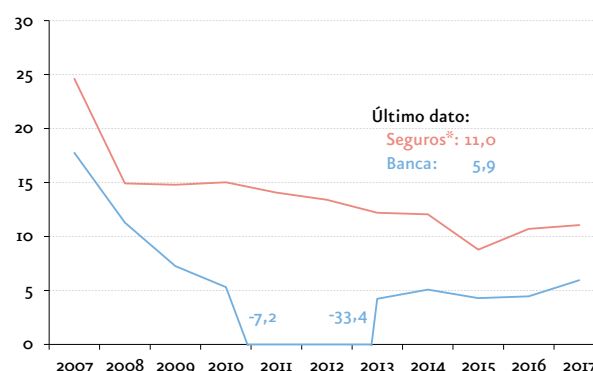
Fondos propios (base 100 = 2007)



Resultados netos (base 100 = 2007)



ROE (base 100 = 2007) (%)



(*) Datos agregados del sector por sus negocios en España. Datos de 2017 estimados, a partir de la información disponible de los tres primeros trimestres del año.
Fuente: DGSFP y Afi.

Los más de cuatro millardos de euros anuales en media, han propiciado que el sector defina unos niveles de rentabilidad (ROE) razonables e incluso elevados, entre el 10% y el 15% desde el 2008. Bien es cierto que, en cualquier caso, la rentabilidad del sector ha mostrado una suave pero clara tendencia a la baja hasta la fecha. La razón fundamental ha sido el aumento de su base de capital obligado por las mayores exigencias regulatorias (Solvencia II) y de la inestabilidad económica y de los mercados, y no tanto un deterioro, apenas apreciable, de su cuenta de resultados.

En el sector bancario, la historia ha sido sin embargo bien distinta. El balance agregado por sus negocios en España no dejó de crecer hasta bien entrada la crisis. De hecho, alcanzó un máximo de más de 3,2 billones de euros en 2012, merced a la propia inercia de extraordinaria expansión que había tenido lugar en los años previos a la crisis. No ha sido hasta años posteriores, y muy vinculado al propio proceso de reestructuración sectorial, cuando ha tenido lugar una obligada limpieza de sus balances. Ello, junto con la fuerte cesión de la actividad crediticia, se ha traducido en una brusca caída de más del 20% del balance agregado del sector en esta última década.

En paralelo a tal reducción se ha producido, como en el sector seguros, un reforzamiento de los fondos propios. Pero en el caso de la banca, la ausencia de un excedente suficiente ha hecho ineludible que el crecimiento de sus recursos propios se produjese mayoritariamente vía fuertes inyecciones de capital, tanto privado como fundamentalmente público (rescate bancario). La combinación de la mencionada reducción del balance con este aumento de los fondos propios es lo que ha permitido acrecentar en este caso la solvencia del sector, reduciendo su apalancamiento desde 18 a 12 veces sus fondos propios a la finalización de la crisis.

El saneamiento de los balances ha tenido como contrapartida un resultado neto global del sector bancario por sus negocios en España que todavía es negativo cuando se acumulan los diez años del periodo 2008-17. El ROE apenas si ha alcanzado el 5% en el mejor de los últimos años, menos de la mitad de la rentabilidad que continúa generando el sector seguros. Y eso que este último, a través de las filiales aseguradoras de las entidades bancarias, contribuye de manera sustancial a los resultados de estas.

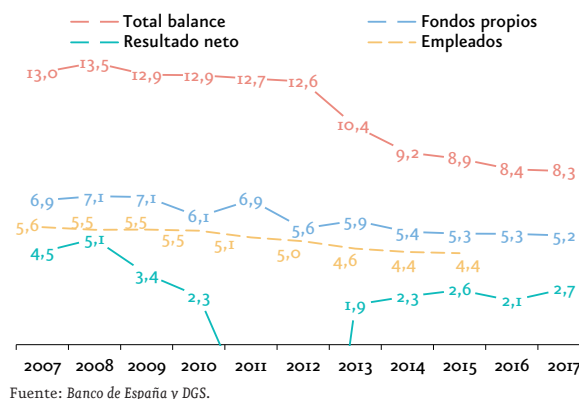
Cabe señalar en cualquier caso un elemento diferencial. El excedente de la banca se acrecienta sustancialmente cuando al generado por sus negocios en España se suma el generado por su presencia en el exterior. Dicha presencia se concentra históricamente en las dos grandes entidades, Santander y BBVA, aunque con la incorporación más reciente de Sabadell y Caixa. Sin embargo, en el caso de seguros, aunque es muy significativa y notable la aportación exterior del negocio de Mapfre, la

única entidad con presencia exterior relevante, está lejos de ser comparable globalmente a la aportación agregada de la presencia exterior de la banca española.

Del comportamiento reseñado de ambos sectores es fácil inferir el acercamiento que se ha producido entre ellos en esta última década, tras la contracción del negocio bancario y la expansión sostenida por el contrario del negocio de seguros. En el gráfico a continuación se ilustran las siguientes variaciones:

- en términos de tamaño del balance agregado, se ha pasado de una ratio de trece veces a una de ocho,
- en términos de fondos propios, lo ha hecho de siete a cinco,
- y finalmente, en términos de resultado neto por sus negocios en España, la ratio relativa se ha contraído desde cinco veces al inicio del periodo a menos de tres veces.

Evolución ratios (número de veces) de magnitudes de la banca sobre seguros

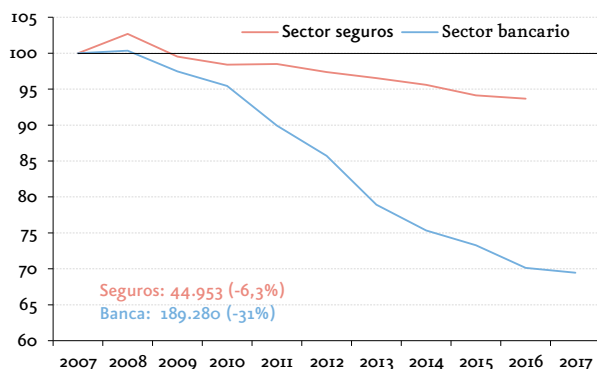


Por supuesto, si tomamos como referencia el empleo de uno y otro sector también se ha producido dicho acercamiento. Como puede observarse en el siguiente gráfico, mientras que al inicio de la crisis la banca empleaba a 278.000 personas, diez años después emplea solo a 190.000, un 30% menos. Por el contrario, el sector seguros empleaba a finales de 2017 a 45.000 personas, una cifra solo algo inferior a la que conformaba su plantilla total a principios de 2008.

En definitiva, aun cuando es obvio que se mantiene en términos de peso relativo dentro del sistema financiero una evidente primacía del sector bancario español sobre su sector seguros, no es menos cierto que las diferencias se han estrechado significativamente. Y aunque los dos casos comparten una mejoría sustantiva de su solvencia en los años recientes, el aumento relativo de los niveles de fondos propios es mucho mayor en seguros. Además, en este último caso dicho aumento proviene casi íntegramente de la generación orgánica de resultados. En cuanto a rentabilidad, se ha producido, sin embargo, un deterioro evidente en ambos casos, pero de magnitud bien distinta también. En seguros se han

Evolución del empleo en la banca y en el sector seguros

Empleados (base 100 = 2007)



Fuente: Afi a partir de datos de Banco de España y DGSFP.

mantenido y se mantienen rentabilidades razonables de dos dígitos (aunque decrecientes), mientras que la banca, y pasados ya los duros años de crisis, apenas si puede definir todavía (por sus negocios en España) rentabilidades suficientes para cubrir su coste de capital.

LOS SEGUROS ESPAÑOLES EN EUROPA Y ALGUNOS RETOS PENDIENTES

El rodaje del nuevo marco de Solvencia II para el sector asegurador europeo está siendo fuente de nueva información sectorial de extraordinario interés, tanto por sus características y alcance como por el grado de homogeneidad y comparabilidad de la que hasta ahora se carecía.

Uno de los aspectos llamativos es el posicionamiento relativo del sector español. Por el tamaño de su balance agregado, los algo más de 300 millardos señalados anteriormente a finales de 2017, el sector está lejos de ser uno de los relevantes de la industria europea, cuyo balance total alcanza 11,5 billones de euros según datos proporcionados recientemente por EIOPA, el supervisor europeo. Ese 3% que escasamente representa está muy por debajo del peso relativo de la economía española en la Unión Europea. De hecho no solo anteceden a España en el ranking países como Reino Unido, Francia, Alemania e Italia, por este orden, sino también otros como Holanda, Dinamarca, Irlanda y Bélgica, países cuyas economías son de mucho menor tamaño que la española.

Buena parte de esa singularidad tiene que ver con el menor desarrollo en nuestro país del negocio de vida-

BIBLIOGRAFÍA

1. Manzano, D. y Valero F.J. (dir) (2015) «Guía del Sistema Financiero Español», Ed. Analistas Financieros Internacionales.
2. Manzano, D. y Galdeano, I. (2017) «España 1987-2017. Transformaciones económicas, financieras y sociales», Cap. 8, Ed. Analistas Financieros Internacionales.
3. Tortella G. y otros (2014) «Historia del seguro en España» Ed. Fundación Mapfre.

ahorro. De hecho, si nos centramos exclusivamente en los ingresos por primas del ramo de no vida, España se sitúa en quinta posición, después de los grandes países (con la excepción singular de Holanda), e incluso por encima de Italia.

Además del excelente desempeño relativo mostrado por las aseguradoras españolas durante la crisis, estas también comparan favorablemente en solvencia frente a sus homólogas europeas. Medida ya aquella dentro del nuevo marco de Solvencia II que entró en vigor en 2016, definen una ratio del 225% frente al capital requerido, nivel que está por encima de la media de la Unión Europea y también de las de los principales países, con la excepción de Alemania.

No es menos cierto que existen grupos de entidades, en general pequeñas-medianas, distantes de niveles de solvencia-rentabilidad razonables, lo cual está asociado en buena medida a un grado de fragmentación del mercado notable. A pesar del proceso de consolidación que de manera lenta se ha ido produciendo, existen aún en torno a 240 compañías. No obstante, en términos de grupos consolidables (que es una visión más relevante), este número se reduce hasta un centenar aproximadamente, acumulando los diez primeros grupos en torno a dos tercios del mercado.

Por supuesto el sector enfrenta también notables retos de digestión regulatoria (la completa asunción del nuevo marco de Solvencia II, la nueva Ley de Distribución del Seguro para su armonización con la nueva normativa europea, etc.), adaptación tecnológica y dinámica competitiva. La ventaja es que tiene un margen de recorrido mayor que en los países de nuestro entorno, en un ámbito, además, donde probablemente acabe siendo más necesaria su presencia: en la canalización del ahorro previsional a largo plazo 🟡

¹Véase para un mayor detalle del desarrollo del sector en España la excelente obra «La historia del seguro en España» de Gabriel Tortella Casares y otros, editada por Fundación Mapfre en 2014.

²A las singularidades de su desarrollo, y no formando parte estrictamente del sector seguros sin perjuicio de su conexión, le dedicamos posteriormente un pequeño recuadro.

³Lo pondremos de manifiesto en su contraste con el sector bancario en un epígrafe posterior.

⁴De hecho, incurrió en extraordinarias pérdidas en el bienio 2011-12.

Cómo Gobernar un Consejo de Administración

El Afterwork para directivos organizado en Afi Escuela de Finanzas combinó la conferencia «Cómo gobernar un consejo de administración» impartida por Emilio Ontiveros con la presentación del Programa de Desarrollo Directivo en Economía y Finanzas aplicado a la Alta Dirección. Todo ello acompañado con una rica degustación de vinos y quesos.

Silvia Meiattini @meiattini | Responsable de Comunicación de Afi

El Afterwork para directivos de Afi, organizado el pasado mes de julio en nuestra azotea, convocó a más de 70 asistentes que tuvieron la oportunidad de escuchar la interesante conferencia de Emilio Ontiveros sobre «Cómo gobernar un consejo de administración».

En Afi hemos tenido la oportunidad de convivir y relacionarnos, fundamentalmente como consultores, pero también como participantes o miembros en algunas ocasiones, de órganos de gobierno y consejos de administración de distinta índole: empresas con distintas relaciones de propiedad-control, como fueron en su momento las cajas de ahorro, pero también los bancos o compañías de seguros. También hemos tenido la suerte de participar en el consejo de algunas cotizadas, en algunas empresas eléctricas y, más recientemente, en algunas empresas familiares relevantes, lo que nos ha permitido ser observadores y analistas privilegiados de las principales cuestiones relacionadas con el gobierno de la empresa.

Los consejeros tienen el gran reto de aportar conocimientos y experiencia que generen valor a las iniciativas o proyectos de la organización. Hay que destacar que, en la práctica, nos encontramos ante un cuerpo de conocimiento muy empírico alimentado por la experiencia continuada y más aún en un país como España, donde la diversidad empresarial y organizativa son notables. Por ello, Emilio Ontiveros, tras unas reflexiones generales sobre el tejido empresarial español, centró su atención en la formación, las cualidades y las habilidades técnicas necesarias para formar parte de un consejo de administración.

«Probablemente la gran asignatura pendiente que tiene este país es la contribución a la mejora del gobierno en las empresas de tamaño mediano, que es donde se concreta buena parte de eso que de forma genérica se llaman empresas familiares. Según mi experiencia, la complejidad del gobierno de una empresa mediana de carácter familiar es muy superior a la complejidad del gobierno de una gran empresa, como una eléctrica, una compañía de seguros o de una entidad financiera», expuso Emilio Ontiveros al inicio de su conferencia.

El primer elemento a considerar cuando se habla de órganos de gobierno es el **alineamiento con los que tienen que ser los objetivos de la empresa**. Cualquier empresa antes de plantearse mejorar su gobierno tiene que tener claro cuáles son sus objetivos a medio y largo plazo.



Además, es importante garantizar que en las instancias en las que se toman decisiones, no haya una uniformidad. «La fuente de enriquecimiento de las instancias de gobierno de una empresa deriva no tanto de la existencia de personalidades o profesionales con una cualificación notable, sino la riqueza de contar con visiones distintas, de la **diversidad**», enfatizó Ontiveros.

Entrando a profundizar y debatir con los numerosos profesionales que participaron sobre las características más valoradas de un consejo de administración, destaca el sentir de que cualquier consejero debe tener formación técnica y conocer los factores que orientan la toma de decisiones de una empresa. Según Ontiveros, de hecho, «no tiene por qué ser un especialista del sector en cuestión, pero sí tiene que **tener elementos de juicio** y, muy importante, tiene que **saber de contabilidad**».

Además, se necesita cultura económica, cultura del mundo de los negocios en general, aderezada con una visión de las soluciones y retos digitales, tanto con el objetivo de mejorar los procesos internos como en términos de comercialización y de mejora de los resultados.

Mónica Guardado, socia de Afi y Directora General de Afi Escuela de Finanzas, además, quiso preguntarle **cuáles son los temas más importantes sobre los que se discute en un consejo de administración**, recordando un reciente estudio de Spencer Stuart, que ponía de manifiesto que el 75% del tiempo de un consejo de administración se emplea en revisar los números, las cuentas y discutir sobre balances, dejando los temas estratégicos en un segundo plano, «cuando deberían ser un tema prioritario», sugirió Guardado.

A este respecto, Ontiveros contestó que su experiencia había sido desigual a lo largo de su vida profesional, añadiendo que «hay una inercia a que en los consejos de administración se distribuya el **orden del día** contando las

variaciones en los indicadores económicos convencionales (ventas, márgenes, cuota de mercado en el mes anterior) y no una revisión estratégica permanente. Aunque entiendo que al menos una vez al año, de la mano del director de estrategia, se revisa». Añadió que «hay consejos de empresas muy grandes que eventualmente revisan al menos una o dos veces al año los objetivos a largo plazo, así como la actualización del plan estratégico. Curiosamente mi experiencia es que el cuestionamiento estratégico es más continuo y permanente en empresas familiares de un cierto tamaño que en empresas ya asentadas. Además —siguió explicando Ontiveros— hay sectores como el energético, bancario o el de componentes del automóvil en el que uno tiene la impresión de que se están «dando las cartas» casi de forma continua, que se están revisando las reglas del juego continuamente. Y eso obliga necesariamente a que los consejeros cuestionen en qué posición quedan. Las decisiones del Presidente de EE.UU. o el *brex* están obligando a una reformulación estratégica en varios sectores. Parece que lo de los planes estratégicos a tres y cinco años ya son algo del pasado. La estrategia ahora mismo en las empresas en este contexto de cambio es una revisión continua».

Otros temas tratados en la conferencia fueron la **independencia** de los consejeros independientes, los dominicales, y el papel de accionistas propietarios. «Que un accionista importante sea consejero no me parece nada mal, me parece una garantía, porque el consejero no actuará de forma contraria a la función objetivo de la empresa, que es, en última instancia, la maximización de la riqueza de ese accionista». Por otro lado, añadió Ontiveros que «los consejeros tienen que enriquecer la experiencia, tienen que ser autónomos y lo que tiene que quedar claro desde el primer momento es el tema de conflicto de intereses».

Hablando de **comisiones de asesoramiento**, Ontiveros especificó que «de las comisiones delegadas de los consejos convencionales sin duda la que está adquiriendo un peso específico mayor es la comisión de **auditoría**. Entre otras cosas porque no sólo los supervisores en todo el mundo, sino la propia dinámica empresarial, están atendiendo a convertir la comisión de auditoría en una comisión de riesgos». Explica que la comisión de auditoría ya no tiene exclusivamente las funciones de antaño —verificar que efectivamente los registros vertidos en los estados financieros corresponden a las prácticas de contabilidad bien entendidas— y desempeña una función importante, sobre todo en empresas con muchos accionistas y desde luego en empresas cotizadas. «La comisión de auditoría garantiza ante el consejo y luego ante la junta de accionistas que lo que reza en los estados contables se corresponde con la realidad, que no ha habido manipulación en los criterios de contabilidad». Pero se están dando dos circunstancias cada vez en mayor medida, tal como indicó Ontiveros: «una, que las comisiones de auditoría son observatorios de control de riesgos y, dos, que están absorbiendo tareas de *compliance*, de cumplimiento normativo que en los sectores particular-

mente regulados es esencial, pero no solo». Añade que «incluso en algunas compañías, sobre todo en las muy grandes, las comisiones de auditoría también entienden conflictos de interés y de operaciones vinculadas, que en empresas divisionalizadas es una actividad esencialísima». Este último matiz quedó clarificado: «La discrecionalidad que una empresa con un grado de complejidad divisional organizativa tiene para aplicar prácticas contables, que formalmente sean correctas pero que se adecuen a las preferencias de los gestores, es grande». Y lo ilustra con algunos ejemplos: «Una empresa puede localizar beneficios en distintas áreas o en distintas filiales, alterando la realidad, pero no violando la contabilidad en sentido estricto. Una empresa puede sustraerse de las prácticas del mercado, del juego limpio compitiendo, generando proveedores o clientes internos. Y eso hace que esa función amplia que en principio era una función muy complementaria de la auditoría externa, se ha convertido en verdaderos órganos no solo fiscalizadores de las buenas prácticas contables, sino controladores de los riesgos a los que está expuesta una empresa. Eso se ve claramente en la industria de servicios financieros y en el sector energético».

Ontiveros también aclaró que «no son menos importantes desde el punto de vista estratégico y organizativo otras comisiones como es la **comisión de nombramientos**, ya que «elegir bien a los responsables te aligera de supervisión posterior en una medida muy importante».

También se abordó el tema de remuneraciones, brecha de género, responsabilidad social y el papel de los grupos de interés, al tiempo que un asistente preguntaba dónde se estudia para «ser consejero». Atendiendo a esta pregunta, Guardado pudo concluir que, en suma, para «ser consejero» hace falta reunir mucha experiencia y conocimiento del sector; formación técnica, especialmente de contabilidad; principios y prácticas de buen gobierno corporativo; tecnología y digitalización; *compliance*; riesgos financieros, reputacionales, operacionales, fiscales e incluso tecnológicos. Los anteriores son elementos que requieren de una formación específica y que hacen que un buen consejero pueda cuestionar y estar atento a los cambios que requiere la estrategia de la empresa.

Para terminar, Guardado presentó el Programa de Desarrollo Directivo (PDD) en Economía y Finanzas aplicado a la Alta Dirección, una formación pensada para preparar y reforzar el conocimiento de los directivos en el área financiera y permitirles tomar decisiones más eficaces, un conocimiento requerido en todos los puestos de alta dirección. «Una mochila técnica indispensable, que permite desarrollar el trabajo con autonomía y garantía», en palabras de la directora general.

El evento se concluyó en nuestra azotea, con la degustación de vinos Muga y quesos asturianos Rebolón, pero el debate sobre los consejos de administración sigue abierto y seguiremos organizando más eventos como este. ¡Les esperamos! ::



«Resulta fascinante observar la evolución de las plataformas digitales en términos de su tasa de crecimiento, los efectos red, y los beneficios (o pérdidas) que generan.»

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

La revolución de las citas digitales

El crecimiento de las redes sociales digitales también se ha verificado en el campo de los servicios de citas, ya sea para pasarlo bien una noche o para establecer una relación sentimental estable. Empresas como Tinder, Match.com, Ashley Madison u OkCupid ofrecen servicios en los distintos segmentos del mercado. El sector mueve ya más de 5.000 millones de dólares en el mundo, de los que unos 1.300 se refieren al mercado europeo.

Quizás lo más sorprendente de este sector es que las empresas obtienen beneficios cuantiosos. Por ejemplo, el Match Group (propietario de las marcas Tinder, Match.com, OkCupid o Meetic, entre otras) obtuvo en 2017 un EBITDA de 469 millones de dólares con ventas de 1.281 millones. Esta impresionante rentabilidad contrasta con las pérdidas de las empresas de los sectores de información digital o *streaming* de música, entre muchas otras. Hay dos factores principales detrás de los inmensos beneficios que obtienen estas plataformas. Al contrario que la información digital, la gente está dispuesta a pagar dinero por participar en redes sociales para ligar. Y, a diferencia del *streaming*, no tienen que pagar grandes cantidades a los proveedores de la propiedad intelectual. Es justo mencionar que los servicios de ligue y de búsqueda de relaciones estables también eran muy rentables para los periódicos impresos cuando dominaban el mercado, es decir, antes de la revolución digital y del teléfono inteligente.

Se produce además una situación interesante en términos de la distribución del gasto según el segmento del mercado, que incluye los ligues esporádicos, las relacio-

nes más estables y los servicios matrimoniales. Mientras que en Estados Unidos y en Europa el gasto se encuentra más o menos igualmente distribuido a través de las tres categorías, en China más del 80 por ciento se refiere a servicios matrimoniales. Esta peculiaridad del mercado chino tiene poco que ver con la cultura o con los valores de su población. Es más bien el resultado del menor número de mujeres que de varones en edad de matrimonio, fenómeno que se deriva de la política del hijo único y la preferencia de muchas familias por tener un varón.

El sector de las citas digitales, y sus abundantes beneficios, ofrece una serie de lecciones para todo tipo de plataformas digitales. Los efectos red son muy importantes, puesto que todo el mundo desea participar en la plataforma que ofrezca mayor número de posibilidades. Los beneficios no vienen dados por el marketing o por la tecnología, gracias a situarse en un eslabón de la cadena de valor en el que no existan proveedores importantes con gran poder de negociación. Tal y como ha demostrado Netflix, en ese caso la plataforma debe integrarse verticalmente hacia atrás en la cadena de valor, es decir, crear o generar su propio contenido.

Resulta fascinante observar la evolución de las plataformas digitales en términos de su tasa de crecimiento, los efectos red, y los beneficios (o pérdidas) que generan. Sin lugar a duda, los servicios digitales para ligar constituyen un ejemplo sin parangón en términos de la facilidad que han demostrado a la hora de obtener beneficios a los pocos años de lanzarse al mercado ::



«Una caída a bono basura sería catastrófica»

Italia, de nuevo

La formación del Gobierno de coalición entre el M5S y la Lega en mayo marcó el inicio de un periodo convulso para el mercado de deuda del país transalpino. Los muy elevados niveles de castigo alcanzados entonces dieron paso a una tensa calma que se ha roto durante el recién finalizado mes de agosto, cuando las tensiones han vuelto a ser intensas. Poco ha durado la tregua. El motivo del renovado castigo a la deuda italiana radica en la incertidumbre en torno a la presentación de los presupuestos generales de 2019, que se inicia con la publicación el 27 de septiembre del Plan de Estabilidad Presupuestaria para los próximos tres años. Una rebaja de impuestos acompañada de un incremento del gasto en infraestructuras y la introducción de una renta universal puede derivar en un incumplimiento de las reglas establecidas por Bruselas. Aunque fuentes del ejecutivo italiano han reiterado su voluntad de no romper los compromisos de déficit adquiridos con la UE, hay que ver cómo se conjuga ese objetivo con su reiterado compromiso con la ciudadanía italiana en materia de reformas y ambiciosos planes de gasto público.

Los vaivenes en la percepción de riesgo en Italia han venido acompañados de una reducción de posiciones en activos de este país por parte de los inversores no residentes. Con datos hasta julio, este colectivo de inversores ha re-

ducido sus tenencias en deuda italiana en más de 60.000 millones de euros (sobre todo en bonos a medio y largo plazo). Al igual que en los años de crisis soberana en la eurozona, la salida de inversores no residentes se ha visto compensada por el aumento de las tenencias de la banca doméstica, que ha comprado la práctica totalidad de nueva deuda emitida por el Tesoro italiano.

Este renovado *bucle diabólico* entre soberanos y bancos domésticos italianos no ha derivado en un contagio, más allá de unos pocos puntos básicos, al resto de mercados de deuda soberana de la periferia de la eurozona. En el mismo sentido, el movimiento de *refugio en la calidad*, aún presionando a mínimos del año la rentabilidad de la deuda alemana, ha sido muy moderado. Igualmente, por ahora, no observamos señales de fragmentación en los flujos de financiación a corto plazo entre los distintos sistemas bancarios, como sí sucedió en los años 2011 y 2012.

En las próximas semanas, al menos hasta mediados de octubre, coexistirán tres riesgos sobre los activos italianos. El primero, el riesgo de deterioro fiscal (Italia tiene una deuda pública cercana al 130% del PIB); el segundo, el riesgo de que el mercado perciba una elevación en el riesgo de re-denominación de su deuda (también denominado riesgo de reversibilidad del euro). Además, íntimamente ligado al primer riesgo, y con carácter de potencial acelerador de

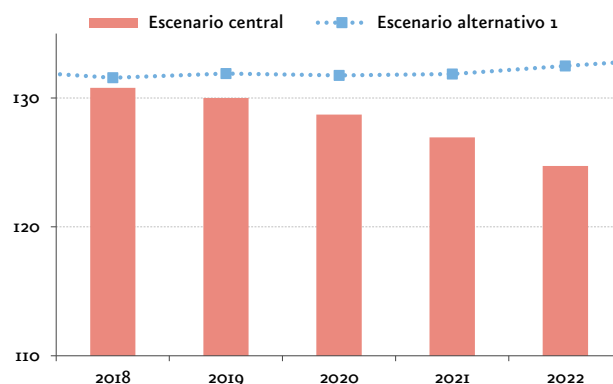
JOSÉ MANUEL AMOR es socio, director de Análisis Económico y de Mercados de Afi. Twitter: @JMAafi

tensiones en los mercados de financiación, está el riesgo de pérdida de la calificación crediticia de *grado de inversión* por parte del soberano italiano.

En relación al riesgo de deterioro fiscal, la principal clave reside en que el presupuesto para 2019 no eleve el déficit por encima de lo establecido en el *Fiscal Compact* (déficit público no superior al 3% del PIB). Un escenario de dinámica de la deuda italiana que respetara una senda de déficit no superior a ese límite, y que contara con condiciones de financiación favorables así como un crecimiento del PIB y una inflación en línea con las actuales, derivaría en una estabilización de la ratio de deuda en torno a los niveles actuales. No habría reducción y el país siempre estaría expuesto a una dinámica perversa en un escenario de deterioro de las condiciones cíclicas o de mayor laxitud fiscal.

El riesgo de *re-denominación* de la deuda a otra divisa (depreciada en relación al euro y por tanto generadora de pérdidas para los bonistas) está relacionado con el riesgo de deterioro fiscal, pero es distinto. Y la clave para medir su intensidad es el grado de compromiso del país para con el euro. La crisis de finales de mayo, provocada por la posibilidad de nombramiento de un ministro de finanzas abiertamente euroescéptico (Savona) y la ambigüedad en materia de compromiso con el euro mostrada por los partidos de la coalición durante la campaña electoral, elevaron considerablemente la percepción de riesgo de re-denominación. Desde entonces, la percepción de probabilidad de materialización de este riesgo ha caído, pero no se ha eliminado por completo. La diferente evolución de los bonos del Tesoro italiano en dólares y euros así lo manifiesta.

Análisis de sostenibilidad de la deuda pública italiana (% del PIB)



Fuente: Afi, Comisión Europea.

Por último, una rebaja de la calificación crediticia de la República de Italia podría comprometer aún más las finanzas públicas si supone un empeoramiento (o restricción) de las condiciones de financiación. Mantener la calificación de grado de inversión es clave tanto para el Tesoro italiano como para el sistema bancario de este país. Y no olvidemos que muchos mandatos de inversores institucionales requieren gozar de esta calificación crediticia. Una caída a bono basura sería catastrófica, pues impediría que la deuda italiana pudiera ser descontada en el BCE, en efecto cerrando el acceso de los bancos italianos a la liquidez. No parece ser un escenario de probabilidad elevada, pero sí hay que vigilarlo muy de cerca. Las principales agencias de calificación crediticia han anunciado que se pronunciarán sobre el *rating* italiano una vez que cuenten con visibilidad en materia fiscal ::



«¿Y si las mujeres empezáramos a comprar de forma responsable productos a empresas que cumplen criterios de paridad?»

El momento es ahora...

Con estas palabras hace unos meses, Phumzile Mlambo-Ngcuka, Directora Ejecutiva de ONU Mujeres, ponía de manifiesto que nos encontramos en un momento crucial en el que los esfuerzos que durante años se han llevado a cabo parecen haber encontrado un impulso y una voz global común en la defensa de los derechos de las mujeres y de la igualdad de género.

Es por ello que se hace ahora más necesario que nunca que las mujeres de todo el mundo actuemos con responsabilidad, uniendo y no desuniendo, sumando y no restando, compartiendo e involucrando a hombres y mujeres a todos los niveles.

Corremos el riesgo de que se convierta en una burbuja, en una moda pasajera, en algo que con el tiempo, por agotamiento, pase a un segundo plano, por lo que resulta esencial llevar a cabo acciones concretas, con resultados medibles y con plazos alcanzables.

Y en esta línea, me gustaría felicitar a una mujer y a una empresa que están dando un ejemplo de buenas prácticas sobre igualdad y poniendo de manifiesto que con voluntad, tesón e ideas claras se pueden alcanzar las metas planteadas.

Quiero hablarles este mes de **María Luisa de Contes d'Esgranges**, una española a caballo entre Francia y España. Entre sus múltiples cargos es Secretaria General y de los Consejos de Administración del Grupo Renault en España,

así como Directora Jurídica, Responsable del Grupo Diversidad y Líder del Women@Renault. Ha recibido numerosas condecoraciones por su labor profesional, entre las que destaca «Chevalier de la Légion d'Honneur» concedida por el Presidente de la República Francesa el 3 de abril de 2015.

María Luisa, desde hace años, está comprometida en hacer que la diversidad y la igualdad de género sean una realidad no solo en su empresa –Renault– a través del Grupo Diversidad y de la Red Women@Renault, sino en todos los ámbitos de la sociedad mediante la creación del Foro Mujeres y, como continuación, la fundación de la Asociación de Amistad hispano-francesa Mujeres Avenir.

Algunas de las medidas que se han puesto en práctica en Renault son: programas de *coaching* de liderazgo para mujeres y políticas de igualdad concretas en los procesos de reclutamiento y de promoción.

¿Sabías que el 48% de los coches en España son comprados por mujeres? ¿Y que las mujeres influyen en el 83% de la toma de decisiones de compra del coche familiar?

¿Y si las mujeres empezáramos a comprar de forma responsable productos a empresas que cumplen criterios de paridad?

Os invito a que empecemos a tomar conciencia del poder de nuestras acciones ... porque el momento es AHORA ::

MÓNICA GUARDADO es Director General de Afi Escuela de Finanzas. Twitter: @MonicaGuardado



«Si dedicáramos una parte de las ganancias de vida que experimentamos a trabajar y el resto a la jubilación, podríamos equilibrar la balanza de ingresos y gastos de las pensiones.»

Pensiones VIII: ¿por qué no las financiamos con impuestos?

Pues muy sencillo, porque, de pasarlo todo a los impuestos (ya sé que es un extremo), tendríamos que subir la presión fiscal unos diez puntos de PIB y el seguro profesional de pensiones que, en el fondo, es nuestro sistema de Seguridad Social, perdería su naturaleza.

Además, para compensar a los trabajadores de la subida de la presión fiscal, estos deberían recuperar el coste previo de las cotizaciones, tanto de las que van a su cargo como de las que van a cargo de sus empleadores, ya que estas últimas son, en una feliz expresión que ya se ha perdido, «salario diferido» (y no estoy vacilando).

En los escasos países del mundo en los que las pensiones de la Seguridad Social se financian íntegramente con impuestos (Dinamarca es el caso unánimemente citado), estas son pensiones básicas, casi universales, y se complementan con pensiones de capitalización obligatorias ya que en ausencia de estas las primeras no serían suficientes.

No hay que irse a los extremos, vale. Vayamos, más bien, poco a poco, me podrían argumentar, y a medida que las cotizaciones se revelen insuficientes, en vez de aumentar este terrible «impuesto al trabajo», completemos los recursos necesarios con impuestos generales. Cuidado, no obstante, con los «céntimos sanitarios» de las gasoli-

nas, o sus equivalentes para las pensiones, claro, porque luego hay que devolverlos a quienes los pagaron y vete tú a localizarlos furgoneta a furgoneta (autónomos, por supuesto).

El caso es que por modestos que sean estos pasos hacia la imposición general para financiar las pensiones, o suman a la presión fiscal ya existente o reemplazan a las cotizaciones sociales con los dos efectos antes mencionados: la desnaturalización de las pensiones del seguro profesional obligatorio y la necesidad de revertir al trabajador (que ya se ganaría sus pensiones con sus impuestos) las cotizaciones sustituidas por impuestos.

Como mucho, de demostrarse adecuadamente, un argumento convincente para reemplazar las cotizaciones por los impuestos sería el de que los impuestos son menos distorsionantes de la actividad económica (la producción, el empleo, el consumo, el ahorro, la inversión o la I+D+i) que las cotizaciones, lo cual no está todavía claro.

Otro aspecto a tener en cuenta es que, reemplazando o no a las cotizaciones los impuestos, la financiación de las pensiones requiere cada vez más recursos que, si la presión fiscal y para-fiscal debe contenerse, habría que detraer de otras funciones de gasto social o no social, en una medida creciente. Tan creciente como lo es la longevidad. Esto se nos suele olvidar

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

en este debate y, en mi opinión, es la madre del cordero.

Ya lo he dicho muchas veces: si dedicáramos una parte de las ganancias de vida que experimentamos a trabajar y el resto a la jubilación podríamos equilibrar la balanza de ingresos y gastos de las pensiones mucho más rápida, eficaz y eficientemente que mareando los escasos (y menguantes) márgenes que nos deja la necesidad de financiar vidas cada vez más largas en jubilación con carreras estancadas o cada vez más cortas de cotizaciones.

Esto no gusta, claro, y preferimos mantener debates interminables como el de por qué no financiamos las pensiones con impuestos inconscientes de que entonces todo el mundo que paga impuestos (y muchos harían lo justo para merecer la pensión mínima) tendría derecho a una pensión que, difícilmente, sería mejor que la que un trabajador se gana con sus cotizaciones.

Bueno, les respondo más brevemente a la pregunta de esta tribuna: pues porque no. Vale ::



«Las malas conductas no son ilimitadas, ni específicas de una época, ni de determinadas clases de activos financieros, o se presentan asociadas a tecnologías. Son las personas, en definitiva, las que favorecen directamente las malas prácticas financieras.»

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

Inventario de malas conductas

En 1814, Charles de Berenger, Sir Thomas Cochrane y algunos otros organizaron una conspiración en toda regla: difundieron que Napoleón había sido asesinado por los prusianos. Previamente, acumularon posiciones cuantiosas en bonos británicos que, una vez difundida la «falsa noticia», ascendieron de precio. Los conspiradores vendieron rápidamente y realizaron buenas plusvalías. Al parecer, entre estos se encontraba David Ricardo, considerado desde siempre como el economista más habilidoso con sus inversiones, más incluso que J.M. Keynes. Pero a los efectos de estas notas la implicación de Ricardo en estos asuntos no es lo más relevante. Es la anécdota para llamar la atención sobre un trabajo al que merece la pena echar un vistazo.

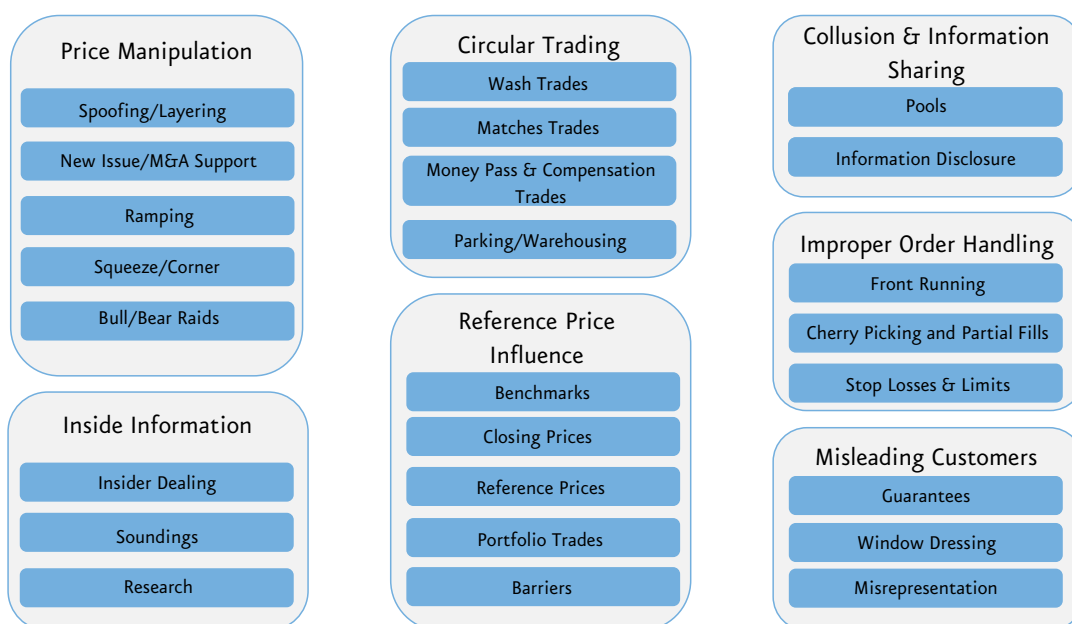
Ese caso aparece como ilustración destacada de «manipulación de precios», una de las categorías en la reciente recopilación de malas prácticas en los mercados financieros (*). Se han identificado las llevadas a cabo durante los últimos 225 años en 26 países, que han dado lugar a 390 casos tipificados en siete categorías que a su vez agrupan 25 patrones de mala conducta. Es la primera vez que esos patrones de mala conducta han sido sistematizados, analizados y publicados como una referencia conjunta para los partici-

pantes en los mercados. Pero también valiosa para los propios reguladores, con el fin último en todos los casos de aprender de la experiencia y evitar la recurrencia de algunos de esos episodios.

El promotor y editor del estudio es el FICCMS (*Fixed Income, Currencies and Commodities Markets Standards Board*), establecido hace tres años por el Tesoro británico y el Banco de Inglaterra como reacción a los escándalos en torno al Libor (London Interbank Offered Rate).

Y su objetivo es eminentemente práctico, no académico. Está basado en la técnica conocida como *Behavioural Cluster Analysis* (BCA) desarrollada por el FICC Markets Standards Board (FMSB). Se trata de una metodología totalmente basada en la evidencia. No es la primera vez que se tratan de identificar comportamientos que se dan con más frecuencia en los casos de mala conducta en los mercados, pero sí es la primera en la que se han sistematizado y analizado esos casos, estableciendo comparaciones de esas prácticas entre países, recopilándose en una única referencia para los participantes en los mercados. La información proviene de casos en las diversas jurisdicciones, que están públicamente disponibles. No tratan de definir ni tipificar legalmente las malas prácticas, sino descri-

CATÁLOGO DE MALAS PRÁCTICAS



Fuente: BEHAVIOURAL CLUSTER ANALYSIS, *Misconduct Patterns in Financial Markets*, julio 2018.

birlas con suficiente detalle con el fin de que sean perfectamente conocidas por los participantes en los mercados. Incluidos los supervisores, claro.

Sirva este comentario como una incitación a la lectura del informe. Algunas de las conclusiones son interesantes. Por ejemplo, las malas conductas no son ilimitadas, ni específicas de una época, ni de determinadas clases de activos financieros, o se presentan asociadas a tecnologías. Son las personas, en definitiva, las que favorecen directamente las malas prácticas financieras. Las conductas se adaptan a las

nuevas estructuras de mercado y a las nuevas tecnologías, desde lo ocurrido con el Libor hasta las piraterías en los mercados de materias primas o los más sofisticados en derivados. O la difusión de noticias falsas, como la muerte de Napoleón, 199 años antes de que naciera Twitter. Lleva razón Mark Carney, Gobernador del Banco de Inglaterra: «esa revisión es fundamental para identificar las causas últimas de la mala conducta y encontrar vías para reforzar la memoria colectiva del mercado sobre lo que constituye una conducta y práctica aceptables» ::

(*) BEHAVIOURAL CLUSTER ANALYSIS, *Misconduct Patterns in Financial Markets*, julio 2018 https://fmsb.com/wp-content/uploads/2018/07/BCA_v32_1.pdf.

