

 **empresa global**

 **Afi**

189

Diciembre 2018 - Enero 2019

La crisis reputacional de la banca

**Hampton-Alexander Review:
buscando el equilibrio de género**

Anatomía del mercado SOCIMI

¿Qué ha sido de las criptodivisas?

Afi, 30 años en las finanzas españolas (II)

ESTRATEGIA GLOBAL

El misterio de las bajas ventas de vinos «online»

LA FIRMA DE MERCADOS

Opcionalidad abierta

#MUJERESQUETRANSFORMAN

«JURISTA» con mayúsculas

HOMO OECOMICUS

Pensiones XI: asignatura(s) pendiente(s)

PASEO GLOBAL

Euro energético



9 771378 343008

00189



Empresa Global

Nº 189 (diciembre 2018 - enero 2019)

EDITA

Afi

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 y Juan Cardenal

COLABORAN EN ESTE NÚMERO

José Manuel Amor, Juan Cardenal, Nereida González, Mónica Guardado, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Óscar Ibáñez, Silvia Meattini, Emilio Ontiveros, Irene Peña, Fernando Rojas, Alberto Segurado y Federica Troiano

CONSEJO DE REDACCIÓN

Emilio Ontiveros

Pablo Aumente, Beatriz Castro, Nereida González, Raquel Hernández, Carmen López, Verónica López, Silvia Meattini, Ricardo Pedraz, Irene Peña, José Manuel Rodríguez y Diego Vizcaíno

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

Feliz 2019

Comencemos por el principio: ¡Feliz año nuevo a todos! 2019 se presenta tan intenso o más que 2018 y aquí estaremos para contarlo.

Este año lo abrimos con un asunto que lleva en el disparadero desde el comienzo de la crisis económica allá por 2007: **la crisis reputacional de la banca**. Analizamos tanto los porqués como las posibles soluciones. Además, repasamos **los resultados y hallazgos del informe de Hampton-Alexander Review sobre la brecha de género** en las grandes compañías de Reino Unido.

En la sección Tecnología hablamos de **las criptodivisas, qué ha sido de ellas** y cómo han ido perdiendo relevancia, aunque no presencia. **Dissectamos el mercado SOCIMI** en España desde su aparición en 2009, y damos seguimiento a su evolución en la última década.

Llegamos al segundo y último episodio de **la historia de Afi**, que relata su fundación y posterior expansión y diversificación del negocio hacia las nuevas tecnologías y la digitalización, la creación de Afi Escuela de Finanzas y el recorrido de las sucesivas sedes hasta su ubicación actual en Marqués de Villamejor.

Este mes José A. Herce se despide de su saga sobre las **pensiones** con un balance honesto del desempeño del sistema previsional complementario en España. Por su parte, Emilio Ontiveros analiza la apuesta de la Comisión Europea de potenciar la **presencia del euro como moneda de denominación de los contratos energéticos** internacionales a costa del dólar.

Mónica Guardado nos habla de una representante del colectivo de **mujeres que transforman**, una de las que más han hecho por romper los techos de cristal en España: la jurista María Encarnación Roca. Por su parte, Mauro F. Guillén analiza **el misterio de las bajas ventas del vino en canales online**.

José Manuel Amor analiza en su tribuna cómo la caída de las tasas internas de retorno en los mercados desarrollados, junto con otra serie de variables, implican **el final del ciclo expansivo**. Finalmente realizamos un repaso de todos esos **eventos que hemos realizado** en el tramo final del pasado año, como la *III International Conference on Longevity and Retirement Solutions* que contó con ponentes de altísimo nivel, y de lo que está por venir este 2019, especialmente el ciclo dedicado a la celebración del 25 aniversario de Afi Escuela de Finanzas donde recibiremos como ponentes a diversos alumni enfrascados en sus exitosas carreras profesionales ::

TEMA DE PORTADA

La crisis reputacional de la banca

«It takes 20 years to build a reputation and five minutes to ruin it.

If you think about that, you'll do things differently.»

Warren Buffett.

Pág. 3



PERSPECTIVAS

Hampton-Alexander Review: buscando el equilibrio de género

Analizamos el informe Hampton-Alexander Review, de la mano de Denise Wilson, CEO de este organismo independiente británico que lo elabora para fomentar la reducción de la brecha de género en la dirección empresarial.

Pág. 6



ESCUELA

Anatomía del mercado SOCIMI

La Ley 11/2009 de 26 de Octubre y la posterior modificación en la Ley 16/2012 de 27 de diciembre pusieron las bases para el desarrollo del REIT español denominado Sociedad Anónima Cotizada de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI).

Pág. 9



TECNOLOGÍA

¿Qué ha sido de las criptodivisas?

En diciembre de 2017, *bitcoin* estaba viviendo su auge, registrando máximos históricos en su cotización y recibiendo la atención de todos los analistas.

Pág. 14

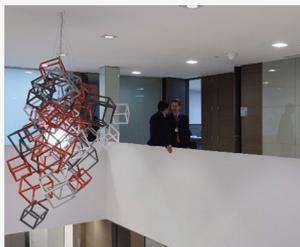


30 AÑOS DE ECONOMÍA

Afi, 30 años en las finanzas españolas (ii)

Segundo capítulo de la historia de Afi, donde vemos el desarrollo de la entidad bajo el paraguas de Gesmosa, su independencia de la misma y su constitución como la consultora tal y como se conoce hoy en día, con la creación de la Escuela de Finanzas y su traslado a la sede de Marqués de Villamejor.

Pág. 16



PUERTAS ABIERTAS

Año nuevo, mismos objetivos

Comienza 2019 y en Afi seguimos a toda máquina con la función más pedagógica. En el último tramo de 2018 las conferencias y eventos celebrados en Afi Escuela de Finanzas fueron una constante, con contenidos de vanguardia en banca, mercados, *blockchain*, pensiones e incluso irobots!

Pág. 18



ESTRATEGIA GLOBAL

El misterio de las bajas ventas de vinos «on line»

MAURO GUILLÉN

Pág. 20



MERCADOS FINANCIEROS

Opcionalidad abierta

JOSÉ MANUEL AMOR

Pág. 22



#MUJERES QUE TRANSFORMAN
«JURISTA» con mayúsculas
MÓNICA GUARDADO

Pág. 24



HOMO OECONOMICUS

Pensiones XI: asignatura(s) pendiente(s)

JOSÉ ANTONIO HERCE

Pág. 25



PASEO GLOBAL

Euro energético

EMILIO ONTIVEROS

Pág. 27



La crisis reputacional de la banca

[Stock]/Thinkstock.

«It takes 20 years to build a reputation and five minutes to ruin it. If you think about that, you'll do things differently.»
Warren Buffett

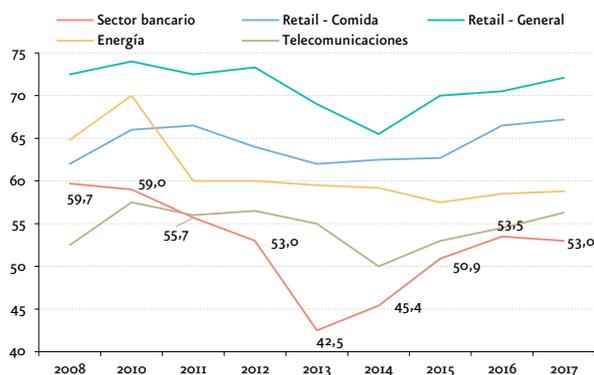
Federica Troiano | Consultora del área de Servicios Financieros de Afi
Fernando Rojas @Ferojas | Consultor del área de Servicios Financieros de Afi

Gestionar fondos ajenos conlleva implícita la gestión de los riesgos asociados. Y cuando el riesgo se convierte en pérdida, sin lugar a dudas, acaba por atraer descontento. El sector financiero vive permanentemente de la relación riesgo-rendimiento y, por lo tanto, puede acarrear insatisfacción en algunos casos. Dicha insatisfacción puede traducirse en un cambio negativo en la percepción de la banca por parte de la opinión pública, sus clientes, inversores o cualquier otra parte interesada. Y esto es exactamente lo que representa el **riesgo reputacional**.

Los escándalos financieros han convertido la mala imagen de la banca en una de las principales preocupaciones del sector en los últimos años. La reputación del sector ha ido cayendo desde el comienzo de la crisis financiera, alcanzando su mínimo en 2013 (42,5 en una escala de 0 a 100). Esta tendencia se ha invertido después de 2013, donde dicho índice ha empezado a subir hasta alcanzar el 53,5 en 2016.

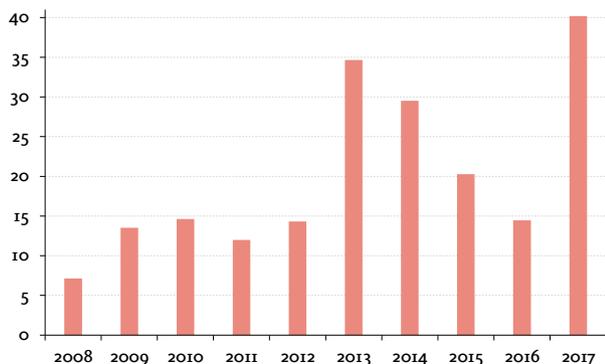
Sin embargo, aunque la senda de reclamaciones presentadas al Banco de España (BdE) por usuarios de servicios financieros sea coherente con la valoración

Evolución de la reputación por industria en España (Índice Pulse)



Fuente: Afi a partir de datos del Reputation Institute.

Número reclamaciones presentadas al BdE (miles)



Fuente: Afi a partir de datos de BdE.

reputacional, los valores se desvían en 2017. Si por un lado el índice se ha mantenido a nivel del 53 en 2017, el número de reclamaciones ha incrementado un 178% en el último año¹.

Por lo tanto, aunque el impacto de los bancos en la sociedad haya sido históricamente notable y la reputación vaya mejorando de manera paulatina, el camino de la recuperación reputacional sigue siendo largo. Y, como primer paso cuando se presenta un problema, es necesario identificar **las causas**.

Los riesgos reputacionales se originan sobre todo por las noticias que generan una mayor cobertura en los medios de comunicación. Por ejemplo, influyen mucho los resultados de test de estrés a nivel europeo o las cotizaciones de los mercados. Por otro lado, como ejemplos de riesgos operativos o de comercialización que pueden traducirse en riesgos reputacionales son las preferentes, los productos tóxicos, los desahucios o las cláusulas suelo. Otro tema muy importante han sido los ERE y los cierres de oficinas. Por último, cabe destacar los riesgos de gobierno y de integridad que se pueden convertir en riesgos reputa-

cionales: los procesos judiciales focalizados en la falta de ética y transparencia de los directivos de las entidades (blanqueo de capitales, paraísos fiscales, etc).

Por lo tanto, una vez identificadas las causas de un problema, es necesario investigar **las posibles soluciones**. Entre los aspectos valorados, ningún factor ha alcanzado el nivel reputacional del 2008 (a excepción del espacio de trabajo, que ha mejorado) aunque, en comparación al 2013, todas las valoraciones reputacionales hayan mejorado ya que cada vez quedan más lejos los problemas de la crisis. Como punto a reseñar, destaca la tendencia del factor «innovación» que casi ha alcanzado los niveles pre-crisis.

EVOLUCIÓN DE LA REPUTACIÓN DEL SECTOR BANCARIO EN ESPAÑA (ÍNDICE PULSE)

	2008	Δ (%)	2013	Δ (%)	2016
Valoración	59,7	-41	42,3	27	53,5
Producto	59,6	-39	43,0	26	54,2
Innovación	57,3	-32	43,3	29	56,1
Espacio de trabajo	56,9	-25	45,6	26	57,7
Gobierno	55,1	-36	40,6	23	49,8
Ciudadanía	55,8	-38	40,4	21	49,0
Liderazgo	55,9	-27	44,0	24	54,4
Rendimiento	68,7	-44	47,9	27	60,6

Fuente: Afi a partir de datos del Reputation Institute.

A la luz de los datos anteriores, se podría concluir que la tecnología y la innovación pueden ser elementos en los que la banca pueda apalancarse ya que, de hecho, el proceso de digitalización del sector bancario se presenta como un aspecto muy apreciado por los clientes. En definitiva, es la sociedad la que está demandando un cambio radical del sistema bancario, con un mayor compromiso para la misma y que utilice la transformación digital para ello, que servirá tanto para recuperar dicha pérdida de reputación, como para responder a la nueva demanda de productos y servicios que la acompañan.

Además, el riesgo reputacional adquiere máxima relevancia en un momento en el que el modelo de negocio bancario está cambiando a pasos agigantados con la aparición de las *FinTech*, de tal modo que **ofrecer productos tecnológicos que se adapten perfectamente a los clientes puede ser la manera de reconquistar la confianza perdida**.

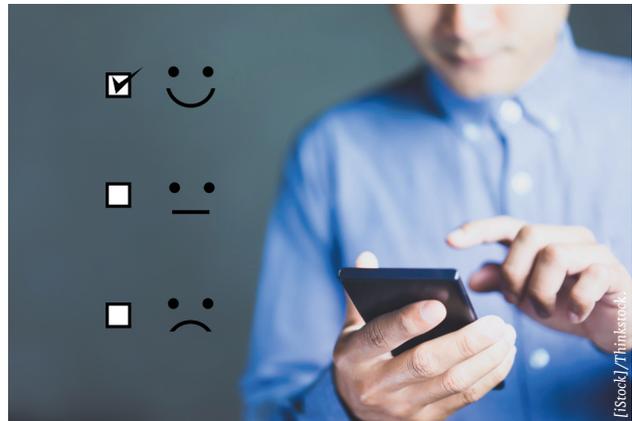
Otro aspecto en el que incidir es **la valorización de un sector bancario responsable y sostenible**. Ya en pasado hemos asistido a muchas iniciativas sobre el cambio climático:

- Desde el 2007, 144 entidades han emitido 141.000 millones de dólares de *green bonds*.
- En 2018, el Banco Mundial ha ofrecido 20.500 millones de dólares para luchar contra el cambio climático.

- El 100% de la energía consumida por el Santander en España, Inglaterra y Alemania es renovable.
- El Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (BERD) ha destinado más que 6.300 millones de euros a la financiación de proyectos de energía renovable.

En esta dirección se mueve también el proyecto de 28 grandes bancos de cinco continentes (entre ellos Santander y BBVA en España), que se han unido a la iniciativa de banca responsable promovida por Naciones Unidas, desarrollando los principios para adaptar el sector bancario a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la ONU y al Acuerdo de París sobre el cambio climático (Agenda 2030).

La Comisión Europea (CE) se ha propuesto llevar a cabo su Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles en el periodo 2018-2020, calculando que será necesario invertir 180.000 millones de euros anuales para alcanzar en la UE los objetivos marcados en el Acuerdo de París. Entre las propuestas planteadas por la CE a corto plazo destaca la clasificación oficial de actividades sostenibles, que serán introducidas progresivamente en las normas de la UE. Este proceso taxonómico aclarará qué es sostenible y qué no lo es, homogeneizando el lenguaje de los actores financieros. Esto permitirá introducir el factor de sostenibilidad en los requisitos de capital de los bancos y fijar los criterios para medir los riesgos financieros vinculados al cambio climático. Un compromiso profundo con los valores asociados a un desarrollo económico, sustentable e inclusivo puede traducirse en un factor clave compatible con la rentabilidad a medio-largo plazo de las empresas. Todo esto será fundamental para el sector bancario, en particular, porque incentivará políticas de transparencia que pueden reducir fuertemente el riesgo reputacional en la medida que empujen el sector crediticio hacia una actividad más sostenible a largo plazo.



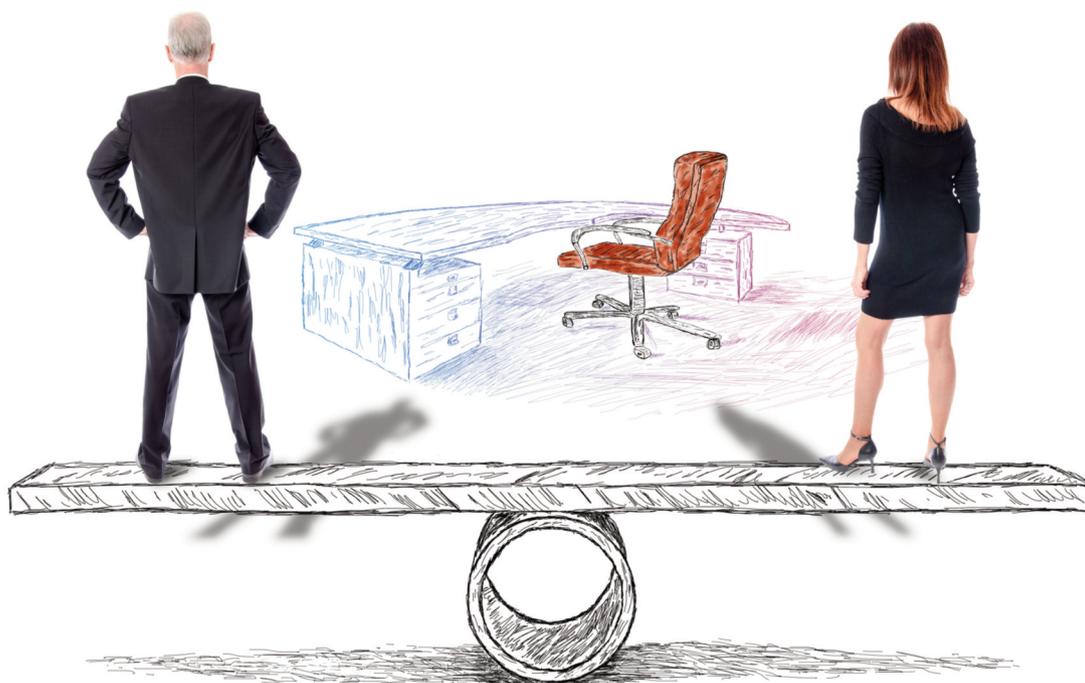
Adicionalmente, será conveniente implementar medidas de seguimiento y supervisión de este riesgo dentro de cada entidad. Por ejemplo, un posible *roadmap* sería el siguiente:

1. Formalizar una lista de riesgos reputacionales asociados a los riesgos subyacentes la actividad.
2. Recopilar datos para medir, evaluar y priorizar los indicadores que miden los riesgos que podrían potencialmente causar un daño de imagen.
3. Analizar las expectativas del mercado para anticipar eventuales exposiciones al riesgo reputacional.
4. Formular estrategias para eliminar los riesgos reputacionales y, cuando no sea posible, para gestionarlos de manera efectiva.
5. Generar un equipo de gestión y tratamiento del riesgo reputacional.
6. Implementar un Comité transversal a fin de supervisar los procesos.
7. Crear reportes periódicos sobre la gestión del riesgo.

Por lo tanto, identificado el problema, encontrado sus causas e investigado sus soluciones, no falta más que aliviar sus síntomas e intentar recuperarse 🌈

¹ Cabe señalar que las reclamaciones relativas a préstamos hipotecarios absorben el 81,4% del total, destacando, principalmente, las relacionadas con la devolución de los gastos de formalización de la hipoteca.

Hampton-Alexander Review: buscando el equilibrio de género



[Zoonar]/Thinkstock.

Analizamos los resultados del informe Hampton-Alexander Review, de la mano de Denise Wilson, CEO de este organismo independiente británico que lo elabora para fomentar la reducción de la brecha de género en la dirección empresarial de las grandes compañías del Reino Unido, una referencia a nivel mundial en liderazgo femenino.

Silvia Meattini @meiattini | Responsable de Comunicación de Afi

La brecha de género domina todos los aspectos de la vida social y económica y afecta todavía a todos los países del mundo, sin importar su grado de desarrollo. En Afi estudiamos esta cuestión, tanto en calidad de consultores, dentro de las actividades del área de Economía Aplicada, como parte de nuestra responsabilidad social corporativa, mediante actividades de difusión, divulgación y formación llevadas a cabo por nuestra Fundación, Afi Escuela de Finanzas y, como en este caso, a través de nuestra revista corporativa.

El número de mujeres en la fuerza laboral se ha acercado a la de los hombres en las últimas décadas,

pero las mujeres todavía ni reciben la misma remuneración que sus compañeros, ni ocupan en la misma medida altos cargos y puestos de responsabilidad, especialmente en el sector privado, pero también en el público, sobre todo si se computan los cargos políticos de libre designación y los escaños en las asambleas parlamentarias.

Para profundizar en estos asuntos, hemos tenido el placer de entrevistar a **Denise Wilson**, que dirige el [Hampton Alexander Review](#), un organismo independiente británico, creado por la Oficina de Igualdad del Gobierno de Reino Unido, que analiza los equi-



Denise Wilson White, CEO de Hampton Alexander Review.

brios de género en el liderazgo empresarial y, en particular, en los consejos de administración de las grandes compañías. Gracias a este organismo, el sistema británico es hoy una referencia a nivel mundial en liderazgo femenino.

Denise Wilson comenzó su carrera ejecutiva en el Royal & Sun Alliance Insurance Group antes de pasar al sector de la energía, donde desempeñó cargos de alto nivel en British Gas y en las empresas BG Group y Transco después de su escisión. Durante este tiempo, dirigió los departamentos de tesorería, relaciones con inversores y auditoría global y, más tarde, ejecutó para National Grid el programa de transformación global y lideró otras divisiones operativas. También ha trabajado en América Latina y en Estados Unidos en diversas posiciones.

«Los resultados que hemos obtenido en el Reino Unido han sido gracias al hecho de que **Gobierno y empresas han ido de la mano** y en virtud de un **enfoque voluntario e inclusivo**», explica Wilson comentando el último informe publicado el pasado mes de noviembre. Así, **las empresas de Reino Unido han in-**

corporado 700 mujeres a sus consejos en cinco años, «mujeres con mucho talento; hemos pasado del 12% de representación de mujeres en los consejos de dirección y administración a un 32% entre 2012 y 2017».

El objetivo de la organización es mostrar **los beneficios que implica la diversidad en los negocios** y que las empresas se impliquen de manera voluntaria, sin una legislación impositiva.

Lo primero fue establecer un marco muy claro y hacer participar en el problema y en la solución a todas las partes implicadas. «Hemos dado muchos pasos muy pequeños. Es un proceso lento, hay que convencer poco a poco y avanzamos gracias a conversaciones individuales con los presidentes y consejeros delegados, así como con los inversores. Con la voluntad del presidente o del director ejecutivo todo puede cambiar muy rápido, en uno o dos años se puede obtener una transformación completa», aclara Wilson. El papel que desempeñan los medios de comunicación también ha sido y será muy importante, para que la opinión pública y los consumidores puedan, a su vez, ejercer presión sobre las empresas. «Si ahora miramos hacia atrás hemos conseguido dar un gran salto», afirma Wilson.

«**El problema nunca ha sido la falta de mujeres con ánimo, voluntad y formación.** A pesar del talento, no conseguían ascender y, por eso, las 700 mujeres que hemos logrado que accedan a puestos de alta dirección en el sector empresarial británico es una auténtica revolución.»

El ambiente ha cambiado radicalmente en las salas de los consejos, en los despachos, y va cambiando la cultura empresarial. «**La clase directiva hereda aún hoy las reglas de la época victoriana y cuesta cambiar este clima** y sistema formal e informal, pero sí se vislumbra un cambio. Un tercio de las empresas del índice ha evolucionado mucho y lo está haciendo estupendamente. Otro tercio empezó tarde y ahora están intentando recuperar terreno. Y otro tercio del índice no ha obtenido ningún resultado ni muestra interés. Tendrían las herramientas y no hay falta de know how, pero son muy lentos.

Las empresas se mueven en un entorno que está cambiando y las expectativas del público, del Gobierno, de las mujeres en general y de la mayoría de los empleados, ejerce una presión que la clase directiva ya no puede ignorar. Los inversores también están empujando hacia valoran el equilibrio entre hombres y mujeres, mostrando reconocimiento a la **diversidad como activo fundamental en las empresas.**»

Publicar todos los datos, construir índices y rankings de las compañías e incluir los nombres de las empresas más virtuosas, así como poner en evidencia las que no han mejorado, son las clave del éxito del informe, que se convierte en un verdadero estímulo para el cumplimiento de los objetivos de igualdad y lo



Hampton-Alexander Review

FTSE Women Leaders

Improving gender balance in FTSE Leadership

November 2018

hace de una forma exponencial: conforme pasa el tiempo y se van quedando en minoría, las empresas que no apuestan por cerrar la brecha aceleran sus procesos internos para incluir a más mujeres. De esta manera, las acciones que emprenden las empresas aumentan, conforme mejoran los resultados generales.

El verdadero reto ha sido y es cambiar la mentalidad de los directivos y que todo se desarrolle de manera voluntaria: eliminar los estereotipos en la alta dirección y las normas sociales de género que continúan obstaculizando el acceso de las mujeres a los niveles más altos de las organizaciones, reivindicando las verdaderas habilidades que caracterizan al buen liderazgo.

«El talento femenino está ahí, solo hay que dejar que entre, abriendo la puerta», ha aclarado Wilson. Para lograrlo, se tiene que implicar la dirección, con un plan concreto, con unos objetivos, un presupuesto razonable, y que se transmitan los objetivos a todos los niveles la empresa, para que todos los empleados se impliquen.

Además, otro elemento fundamental para lograr el cambio es la **colaboración de los inversores**, para que sean ellos quienes demanden el cambio, entendiendo que es importante y útil para los resultados de las empresas. Finalmente, el impacto se multiplica porque «el seguimiento que se hace de 350 empresas –explica Wilson– tiene un efecto cascada sobre todas las demás».

El primer informe fue en 2016 y se publican anualmente cada mes de noviembre. El objetivo actual es lograr que el 33% de los directivos de las 350

compañías involucradas sean mujeres para el 2020.

¿Cómo? «Las empresas tienen que invertir en programas de liderazgo femenino a través de tutorías y las mujeres han de hacer más *networking*, como sus compañeros varones».

Los consejos de dirección compuestos solo por hombres en todo el índice 350 continúan cayendo: de 152 en 2011 a solo 5 hoy. Además, más de 100 empresas ya han alcanzado, o han superado, el objetivo del 33% para mujeres en los consejos, con otras 50 a punto de lograrlo.

Sin embargo, queda mucho trabajo por hacer. Hay todavía 74 consejos de las 350 empresas con solo una mujer. «Uno de cada dos nombramientos en consejos debe ser una mujer para cumplir el objetivo. Instamos a las compañías a hacer más para cumplir con el objetivo de un tercio de las mujeres en posiciones de liderazgo sénior para 2020».

En cuanto a la tipología de las empresas en relación con sus resultados, explica Wilson que **el sector no es la variable determinante**. El sector de la minería por ejemplo tiene también empresas que han alcanzado un porcentaje mucho mejor que otras que operan en el ámbito de la salud o del *retail*: «El sector no importa tanto como la voluntad dentro de cada empresa, el empuje que da el líder en cada una de ella».

Entre los factores que más pesan, según el informe, no se encuentra el hecho de tener hijos: **«las mujeres no avanzan más por no tener hijos; es ser mujer la variable única»**.

«*Beauty is in the eye of the beholder*», es la expresión que emplea Wilson para explicar que los prejuicios condicionan a priori a los evaluadores, por lo que en general se registra un fuerte sesgo, una **parcialidad que hace que en las evaluaciones las mujeres siempre obtengan unas puntuaciones más bajas** que los compañeros hombres, lo que se traduce en sueldos más bajos y perspectivas peores de cara a la carrera profesional; están peor valoradas que sus compañeros.

El informe analiza además los elementos de discriminación que más pesan en el día a día de las mujeres trabajadoras encuestadas, en el marco de una sección del informe que cambia cada año. «Las compañías que están trabajando en estos asuntos han puesto en marcha iniciativas para **educar a los empleados, para evitar micromachismos, cuidando el lenguaje** y evitando conductas que muchas veces no son ni percibidas como machistas por parte de algunos hombres», concluye Wilson ::

Anatomía del mercado SOCIMI



La Ley 11/2009 de 26 de Octubre y la posterior modificación en la Ley 16/2012 de 27 de diciembre, pusieron las bases para el desarrollo del REIT español denominado Sociedad Anónima Cotizada de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI) que, tras ocho años, ha ejercido de motor de recuperación del sector inmobiliario en la totalidad de sus segmentos, con elevado atractivo para los inversores tanto nacionales como extranjeros y que en la actualidad supone un mercado de más de 23.000 millones de euros en valor bursátil distribuido entre 66 vehículos inversores a noviembre de 2018. Si bien cuentan con beneficios fiscales similares a sus homólogos europeos y que están actualmente en discusión en nuestro país, es de esperar que en los próximos años este mercado de inversión siga desarrollándose y mostrando su faz más atractiva, además de iniciarse un proceso de concentración con el objetivo de incrementar la dimensión de los vehículos en aras de la consecución de economías de escala en la gestión de los activos.

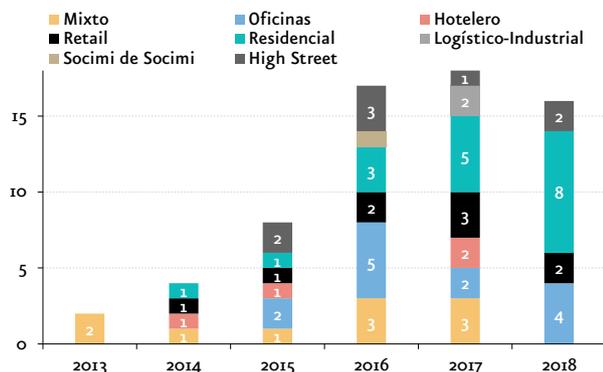
Alberto Segurado @AlbertoSegurado | Head of Debt Advisory, JLL
Gonzalo Massó | Director of Debt Advisory, JLL

El mercado de Real Estate Investment Trusts (REIT) españoles, esto es, las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI), colocó su primera piedra a raíz de la Ley 11/2009 del 26 de octubre, en plena crisis económica e inmobiliaria. El objetivo básico del legislador no fue otro que interactuar en un mercado de alquiler deprimido, tratando de impulsarlo y reactivarlo, ofreciendo un mayor nivel de liquidez y acercarlo a los pequeños inversores. Aquella ley pasó sin pena ni gloria y tuvo que esperarse hasta 2012 (Ley 16 del 27 de Diciembre) cuando su reforma parcial otorgó a este tipo de vehículos, desconocidos

hasta el momento en el mercado nacional pero en pleno funcionamiento en las economías desarrolladas desde su nacimiento en los años 70 en EE.UU., la tracción necesaria para el desarrollo al que estamos asistiendo, acompañada además por la creación del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y su segmento especializado en SOCIMI, como fórmula inequívoca de hacer líquido un activo que por su naturaleza no lo es lo suficiente.

La reforma de la ley inicial y la adopción de exenciones fiscales a su tributación –principalmente en el impuesto de sociedades– confirió un mayor atractivo

Evolución del mercado SOCIMI 2013-2018. Vehículos y especialización (número de SOCIMI que han accedido al mercado)



2013, 2: Entrecampos Cuatro, Pr. Renta y Patrimonio.

2014, 4: Merlin Properties, Hispania, Lar España y Mercal Inmuebles.

2015, 8: Zambal, URO, Trajano Iberia, Fidere, Zaragoza P., Autonomy, Corpin C. PR II y Asgard.

2016, 17: GMP, Asturias R&L, Doalca, ISC Fresh Water, Euro Cervantes, Corona, Quonia, Vitrubio, Silvercode, Optimun RE, Hadley, Inmofan 99, Jaba I, Vbare I.P., RREF II Al Break, Corpin C. PR. III y Habaneras.

2017, 18: Colonial, G.G. Comerciales, Albirana, Olimpo RE, Elaia, AM Locales, Meridia, RE III, G. Ortiz Prop., Optimun III VA, Gore Spain, Barcino P., P2 Spain, PSN Gestión, Colon Vivi., Numulae G., Student P., Tarjar Xairo y Domo Activos.

2018, 16: Testa, Castellana P, Tempore, Serrano 6r, Amira RE, Veracruz, GO Madrid Benz, Elix Vintage, Tander, Azaria, AP67, Mistral, Unica, Galil Capital, Excem y Quid Pro Quo.

Fuente: elaboración propia a partir del INE.

de estos vehículos, no sólo a los inversores –nacionales y extranjeros– sino también a los tenedores de los inmuebles en renta, dando lugar a que en el periodo 2003-2004, años en los que se vislumbra e inicia una recuperación del entorno macroeconómico de España, se incorporaran al mercado los primeros seis¹ vehículos –tres al mercado continuo y los otros tres al mercado alternativo–. Desde aquel entonces, el mercado, enlazado a la propia recuperación del sector inmobiliario y sus diferentes segmentos, se ha ido desarrollando con fortaleza hasta el punto que, en la actualidad, agrupa a 66 SOCIMI con un valor de mercado global superior a los 23.000 millones de euros. Han sido los años 2016-2018 los de mayor fertilidad y visión de estos vehículos como un activo bursátil atrayente dado que el 77% del censo de SOCIMI se ha estrenado en el mercado a lo largo de este periodo.

No obstante, el mercado español, como mercado en desarrollo, es extremadamente heterogéneo en la medida en que conviven sociedades con una alta capitalización y liquidez –cotizadas en el mercado continuo SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español)– junto a otras, en el mercado alternativo, con capitalizaciones reducidas y sin apenas negociación diaria. Incluso este mercado agrupa vehículos de muy diferente valor. De hecho, podría afirmarse que en el mercado español existen dos tipologías de SOCI-

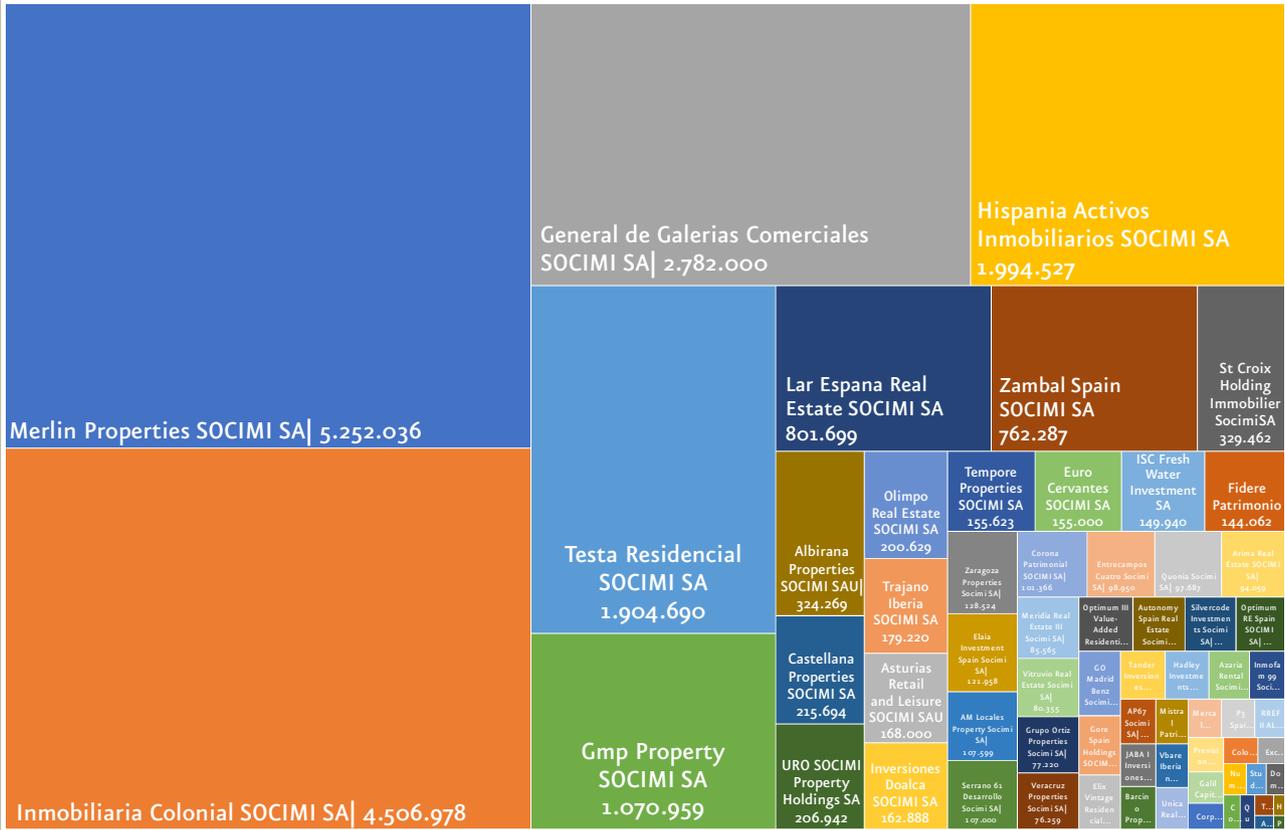
MI bien diferenciadas; por un lado, estructuras societarias operativas de elevada liquidez y profundidad de mercado, con portfolios de activos amplios y alineados a una estrategia específica –diversificada por segmentos inmobiliarios o bajo una estrategia de especialización– y por otro, sociedades que aprovechan las ventajas fiscales diferenciadoras con portfolios reducidos tanto en número como valor, con apenas negociación diaria y casi inexistente *free float*. Esta heterogeneidad da lugar a una elevada concentración, de manera que las primeras cinco SOCIMI por volumen de capitalización bursátil suponen prácticamente el 70% del valor total del mercado (el 52% sólo las tres primeras), las primeras diez rozan el 83% del valor y las quince mayores, el 87%.

Pese a estos aspectos, el mercado ha ido evolucionando y muestra ya unos números convincentes. A fecha actual, el valor total de los activos inmobiliarios en manos de vehículos SOCIMI alcanza un importe de 42.000 millones de euros (en términos de *Gross Asset Value* y 34.900 en valor en libras) y 27.800 millones en términos de *Net Asset Value* ofreciendo una rentabilidad bruta de los ingresos (*yield*) del 3,96% y cotizando en términos medios con un descuento del 17% sobre el valor neto de los activos. Por el lado de la generación de negocio, el segmento de SOCIMI generó en 2017 un EBITDA –sin contar la revalorización de los activos– de 1.200 millones de euros, un 50% más que en el ejercicio anterior y cerca de 1.400 millones en términos de flujo de caja de explotación apelando a un apalancamiento reducido.

Al igual que la heterogeneidad en la propia concepción de los vehículos, esta también se identifica desde el punto de vista contable, de manera que conviven sociedades con estados financieros bajo las Normas Internacionales con otras que mantienen las normas del Plan General de Contabilidad. Más allá de los detalles que esto supone en la comparación de los estados financieros, sí destaca fundamentalmente el capítulo de los incrementos de valor de la cartera de activos inmobiliarios ligado a una senda alcista de las rentas y una progresiva reducción de las tasas de capitalización. En este sentido, en el ejercicio 2017 el incremento del valor razonable de los activos ascendió a 2.400 millones de euros (1.600 millones de euros en 2016) lo que supone un incremento del 7% anual del valor en libras y un múltiplo de x2 con respecto a la generación de EBITDA, en línea con lo acaecido en el ejercicio 2016. En lo que respecta a la retribución al inversor, el conjunto del mercado ha originado dividendos en 2017 por importe de 558 millones de euros (rentabilidad media del 2,4% anual, 2,8% en el mercado continuo y 2% en el mercado junior) concentrados en un 60% en el mercado continuo.

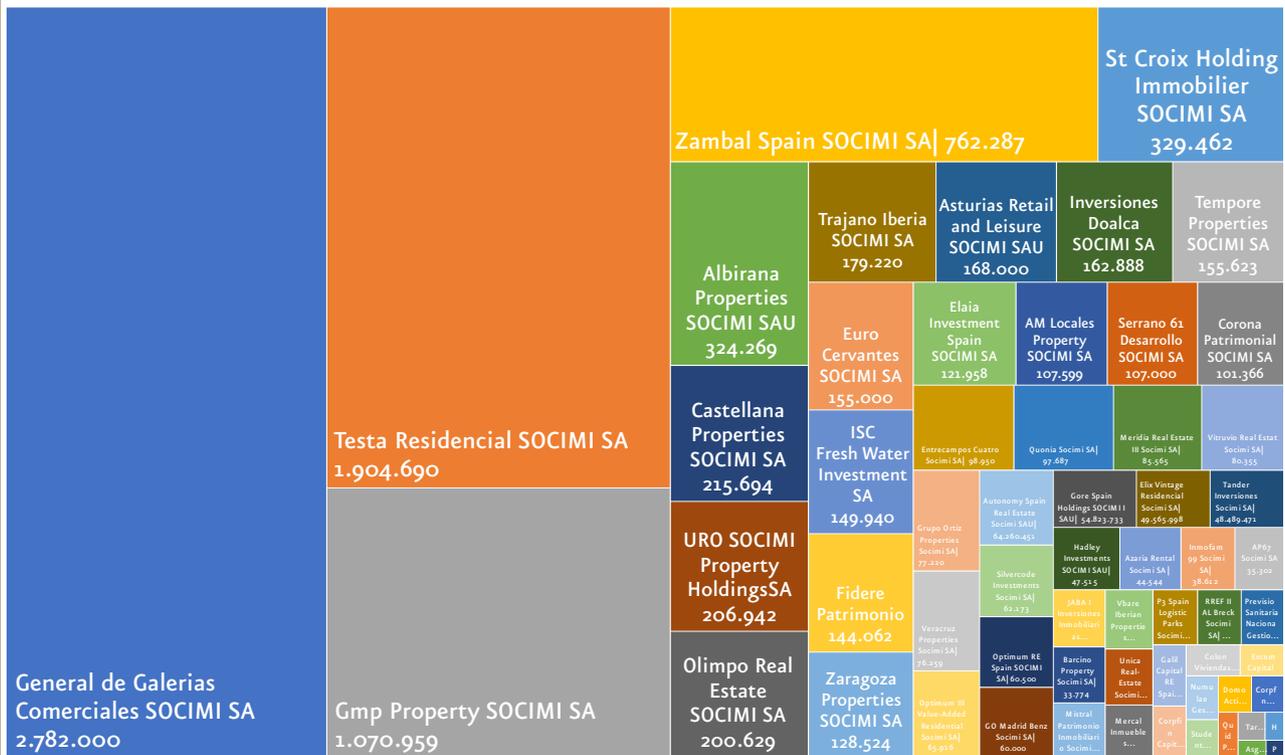
La comparativa por mercados –fundamentalmente SIBE y MaB– presenta también importantes dife-

DISTRIBUCIÓN DE LA CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL MERCADO SOCIMI* (MILES DE EUROS)



*23.130 millones de euros. Fuente: Bloomberg, 27 de noviembre de 2018.

DISTRIBUCIÓN DE LA CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL MERCADO SOCIMI-MAB* (MILES DE EUROS)



*10.957 millones de euros. Fuente: Bloomberg, 27 de noviembre de 2018.

BREAKDOWN POR MERCADO Y MÉTRICAS

BREAKDOWN BY MARKET

Datos en millones de euros

Datos del mercado	unidades	5#s	61#s	66#s	Total
Valor					
Valor de Mercado (Equity Value)	millones de euros	12.175	10.957	23.131	
GAV	millones de euros	26.765	15.404	42.168	
NAV	millones de euros	17.658	10.156	27.813	
Prima/ (Descuento) sobre NAV	%	-31	8	-17	
Prima/ (Descuento) sobre Patrimonio Neto	%	-13	70	13	

Estados Financieros

Inversiones Inmobiliarias (BV neto)	millones de euros	22.808	12.145	34.953	
Increment. Valor Razonable.	millones de euros	2.243	181	2.423	
Valor Razonable /Inv. Inmobiliarias	%	9,8	1,5	6,9	
Valor Razonable/Valor de Mercado	%	18,4	1,6	10,5	
Patrimonio Neto	millones de euros	13.984	6.442	20.426	
DFN	millones de euros	9.107	5.248	14.355	

Ingresos por rentas	millones de euros	966	702	1.668	
Otros ingresos	millones de euros	27	46	73	
EBITDA	millones de euros	689	568	1.257	
Beneficio Neto	millones de euros	2.565	434	3.000	
Beneficio Neto ajustado	millones de euros	323	254	576	
Dividendos	millones de euros	339	219	558	
CF por explotación	millones de euros	1.050	339	1.388	
CF por inversión	millones de euros	-938	-779	-1.717	
CF por financiación	millones de euros	937	399	1.336	
Generación de Caja	millones de euros	1.049	-42	1.008	

Otros: SIBE, Luxemburgo, Euronext.

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

rencias. Si bien en términos de valor son mercados casi parejos (12.000 millones de euros en el SIBE frente a 11.000 millones en el MaB) no lo son en términos de número de entidades (4 frente a 61) ni tampoco en términos financieros. En la tabla comparativa que se presenta a continuación puede apreciarse como el descuento sobre NAV de las sociedades del mercado continuo es mayor que en el MaB, producto de la liquidez y profundidad propia de ese mercado. En términos de cifras de negocio sí existe un cierto equilibrio en ingresos y EBITDA pero no así en beneficio neto como consecuencia del efecto contable de las revalorizaciones de activo y de una rotación de la cartera superior entre las compañías cotizadas en el mercado senior ni tampoco en términos de generación de caja. En lo que respecta a las rentabilidades de los activos, los vehículos del mercado junior batan al senior excepto en términos de ROE y de rentabilidad de dividendos. En lo que sí destacan las SOCIMI del mercado continuo es en términos de optimización de su estructura de costes y ratio de eficiencia, muy por encima de sus congéneres del mercado alternativo.

La división por segmentos inmobiliarios del conjunto de las SOCIMI cotizadas muestra una distribución que pondera en mayor medida la especialización frente a la tenencia de portafolios mixtos de activos. En

BREAKDOWN BY MARKET

Datos en millones de euros

Datos del mercado	unidades	5#s	61#s	66#s	Total
Rentabilidades					
Rentabilidad Activos inmobiliarios (ROA)	%	3,0	4,7	3,6	
Rentabilidad Financiera (ROE)	%	18,3	6,7	14,7	
Yield (% BV)		4,2	5,8	4,8	
Yield Bruta (sobre GAV)	%	3,6	4,6	4,0	
Yield Neta (EBITDA sobre GAV)	%	2,6	3,7	3,0	
Rentabilidad Dividendo	%	2,8	2,0	2,4	

Apalancamiento

Apalancamiento (s/GAV)	%	34,0	34,1	34,0	
Apalancamiento (s/Activos Inmobi.)	%	39,9	43,2	41,1	
Apalancamiento (s/Patrimonio)	%	65,1	81,5	70,3	
Apalancamiento (s/Equity Value)	%	74,8	47,9	62,1	
Tipo medio (deuda) efectivo	p.b	226,5	339,6	266,6	
RCI (Cobertura intereses)	x	4,3 x	1,7 x	3,1 x	

Márgenes

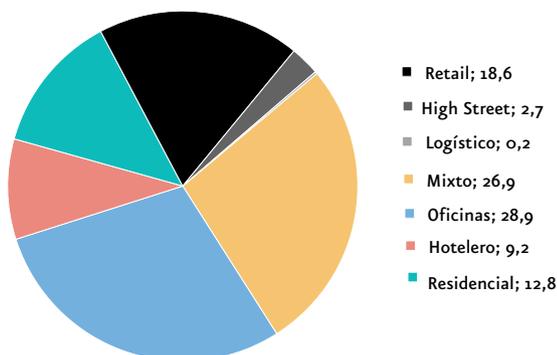
Margen EBITDA	%	69,4	76,0	72,2	
Margen Neto	%	265,5	61,9	179,9	
Eficiencia	x	0,29	0,43	0,35	
Eficiencia (en G. Generales)	x	0,19	0,37	0,26	

Ratios

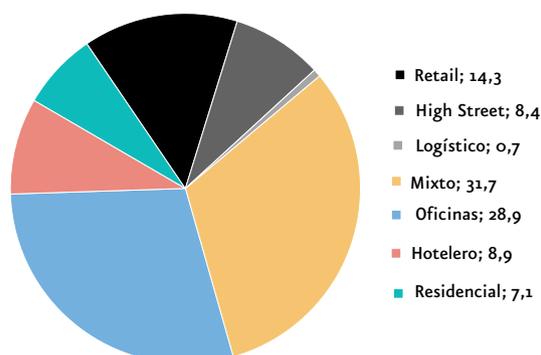
PE (VM/BN)	x	4,75	25,23	7,71	
PE Ajustado (VN/BNa)	x	37,71	43,22	40,13	
EBITDA /CF_E	%	152,3	59,6	110,4	
Múltiplo EBITDA	x	17,7 x	19,3 x	18,4 x	
Múltiplo Ingresos	x	12,3 x	14,7 x	13,3 x	
Reval Activos/EBITDA	x	3,3 x	0,3 x	1,9 x	
EBITDA/V.Mercado	%	5,66	5,18	5,43	

este sentido, los vehículos especializados en el segmento oficinas tienen un peso mayoritario en el mercado con casi un 30% tanto del valor de mercado como del conjunto de los ingresos por rentas. Retail y residencial aportan un 19% y un 13% respectivamente en términos de valor bursátil pero solo un 14% y un 7% en términos de rentas. Por el contrario, la actividad logística y High Street (locales comerciales) tiene todavía un peso residual en términos de valor, pero es destacable el peso de las rentas de estos últimos. Frente a la actividad más especializada, el mercado concentra gran parte de su valor en vehículos mixtos –aquellos invertidos en más de dos tipologías de activos y donde destaca Merlín Properties la SOCIMI más grande del mercado con una capitalización superior a 5.200 millones de euros– con un 27% del valor total (Merlín supone un 23%) y un 32% del total de rentas (28% Merlín). Esta distribución mostraría claramente una preferencia del mercado por estrategias de especialización en segmentos inmobiliarios frente a una estrategia de diversificación de riesgos atendiendo a inversiones en diferentes segmentos con ciclos diferenciales. O lo que es lo mismo, la preferencia de los inversores por la minimización de costes y la obtención de economías de escala derivadas de un alto conocimiento y equipos de gestión especializados en determinados productos. Pese a ello, los datos de los

Mercado SOCIMI: peso de cada segmento en el valor del mercado (%)



Mercado SOCIMI: peso de cada segmento sobre las rentas totales (%)



Fuente: Información financiera cuentas anuales financieras publicadas & Información de mercado disponible en Bloomberg a fecha 5 de noviembre de 2018.

estados financieros muestran que el segmento más eficiente de SOCIMI es el segmento *High Street* seguido del segmento mixto – con una eficiencia media en 2017 del 0,29 – proporción de gastos de estructura por cada unidad de ingreso – y por oficinas y hotelero (0,31 y 0,36 respectivamente), siendo el residencial, último segmento incorporado al mercado y que agrupa actualmente 18 vehículos, el más ineficiente.

Desde JLL, si bien consideramos que existen luces y sombras que acechan al mercado, apostamos por el desarrollo de las SOCIMI y consideramos que su futuro a corto y medio plazo es prometedor.

Por el lado positivo, destaca el ritmo de vehículos que han salido al mercado así como el creciente interés por parte de los fondos internacionales –principales compradores de producto inmobiliario en los últimos años a través de REO's o carteras NPL's– en

este mercado como herramienta para maximizar la liquidez de sus compras. Adicionalmente, la escasez actual de producto inmobiliario hace que los portafolios de las SOCIMI se conviertan en alternativa de compra lo que redundará en un proceso de concentración –ya iniciado– en aras de incrementar el tamaño individual de los vehículos y con ello, mitigar uno de los aspectos menos positivos, representado por la falta de liquidez real de los vehículos cotizados en el mercado alternativo. Sin embargo, será necesario mostrar atención a los planes del Gobierno con respecto a las posibles modificaciones fiscales de estos vehículos con respecto al Impuesto de Sociedades –actualmente tributan a través del reparto de dividendos– que, de producirse finalmente, afectarán notablemente a su evolución y perjudicarán su comparación e igualdad de condiciones con sus homólogos europeos ::

¹ En 2013 se incorporan al MAB las SOCIMI Entrecampos Cuatro y Promociones Renta y Mantenimiento y en 2014 Mercal Inmuebles. Ese mismo año, salen al mercado continuo (SIBE) las sociedades Hispania, Merlin Properties y Lar España. Cabe destacar adicionalmente que el primer vehículo español en cotizar en un mercado bursátil fue la SOCIMI Saint Croix Holding Immobilier SOCIMI SA haciéndolo en la bolsa de Luxemburgo.

Notas:

- La legislación determina que para que una sociedad pueda ser considerada SOCIMI al menos el 80% de sus activos deben ser considerados «cualificados» o lo que es lo mismo, (i) bienes inmuebles de naturaleza urbana, (ii) terrenos adquiridos para promoción de inmuebles que vayan a destinarse al arrendamiento siempre y cuando la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición, (iii) participaciones en otras SOCIMI, REIT, SOCIMI no cotizadas e IICs Inmobiliarias. Quedan excluidos los «bienes inmuebles de características especiales» (Art. 8 RD 1/2014 del 5 de Marzo). Asimismo, el número de activos para la constitución de una SOCIMI es uno y su tenencia en el balance es por un mínimo de tres años. Adicionalmente el MAB establece (i) un capital mínimo de 5 millones de euros, (ii) acciones nominativas, (iii) mínimo 50 accionistas, (iv) no limitaciones al apalancamiento y (v) un capital mínimo en el mercado bursátil equivalente a 2 millones de euros o un 25% del capital de la sociedad.
- Las SOCIMI presentan importantes beneficios fiscales que se manifiestan fundamentalmente en un tipo efectivo del 0% en el Impuesto de Sociedades pero también con bonificaciones fiscales del 95% en el ITP y AJD y la exención de Actos Jurídicos Documentados en la constitución de la sociedad o en las ampliaciones de capital. Por el contrario, están obligadas al reparto del 80% del beneficio derivado de las rentas en dividendos así como el 50% de las plusvalías por venta de activos y el 100% de los dividendos recibidos por su participación en otras SOCIMI.
- La circular del MAB establece que las SOCIMI deben colocar el 25% de su capital o, al menos, acciones por valor de dos millones de euros, entre accionistas minoritarios, cada uno de los cuales ostentará un porcentaje de participación inferior al 5%.

¿Qué ha sido de las criptodivisas?



En diciembre de 2017, *bitcoin* estaba viviendo su auge, registrando máximos históricos en su cotización y recibiendo la atención de todos los analistas. Tales fueron las expectativas que se crearon con estos activos digitales que nos planteábamos si *bitcoin* y el resto de criptodivisas iban a ser uno de los puntos de interés para 2018. No obstante, en cuestión de meses, la fuerte caída de su precio y los diferentes problemas a los que siguen enfrentándose las criptodivisas, han ido dejando a esta nueva clase de activos en un aparente segundo plano. Una vez superado el boom, ¿qué ha sido de las criptodivisas?

Nereida González @nereidaglopez | Consultora del área de Mercados de Afi
Irene Peña @IrenePcuenca | Consultora del área Corporate Finance de Afi

Hace un año, *bitcoin* se situaba entre los temas de mayor atención de todo el mundo, con una evolución de su precio que parecía no tener techo. Tal fue el fervor, que [el tema *bitcoin* se coló hasta en las sobremesas de las navidades de 2017 de muchos hogares y] diferentes mercados organizados en EE.UU. anunciaban la cotización de productos derivados (futuros) sobre esta criptodivisa, la primera de su especie. La evolución de su precio ha sido toda una montaña rusa: en diciembre de 2017 alcanzó sus niveles máximos históricos cercanos a los 20.000 dólares (con una revalorización de más de un 1000%) y doce meses después se sitúa en apenas 4.000 dólares. Otras criptodivisas, como *ethereum*, la segunda criptodivisa en capitalización, han registrado un comportamiento de su precio muy similar.

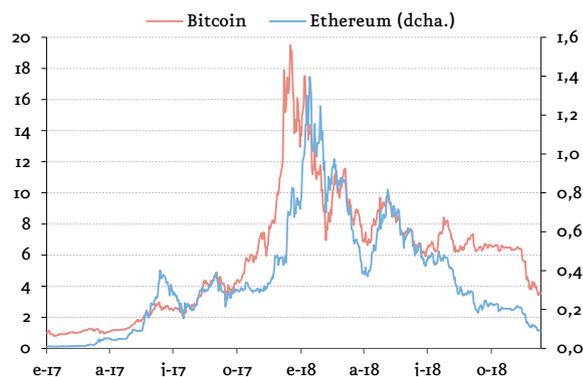
¿Ha ido la caída en precio ligada a una pérdida de entusiasmo por las criptodivisas? Las evidencias parecen señalar que la respuesta más directa a esta pregunta es un sí rotundo. Si analizamos las búsquedas en Google sobre criptodivisas se observa una elevada correlación con su precio: tras el pico alcanzado hace justo un año ahora, práctica-

mente, han desaparecido. No obstante, el menor fervor no significa que su desarrollo se haya paralizado, más bien al contrario, ya que en la actualidad existen más de 2.000 criptodivisas, y que no sigan apareciendo proyectos de notable calado y no poco interés.

La mayoría de estas nuevas iniciativas están dirigidas a tratar de paliar las principales debilidades que en la práctica se han observado en los mercados de criptodivisas. Tratan de diseñar nuevos productos que, apoyándose en la tecnología *blockchain* y beneficiándose de sus múltiples atributos como son la trazabilidad y la inmutabilidad, corrijan ineficiencias principalmente ligadas a la seguridad y la volatilidad.

Uno de los problemas de los cryptoactivos, a los que hacíamos referencia en anteriores artículos en estas mismas páginas¹, es la elevada volatilidad que presentan. La decisión de comprar, por ejemplo, un coche en *bitcoins* en lugar de en dólares supone una incertidumbre inmensa en cuanto a su precio final. En diciembre de 2017 se podía dar el caso de que en el momento de la negociación se fijaba un

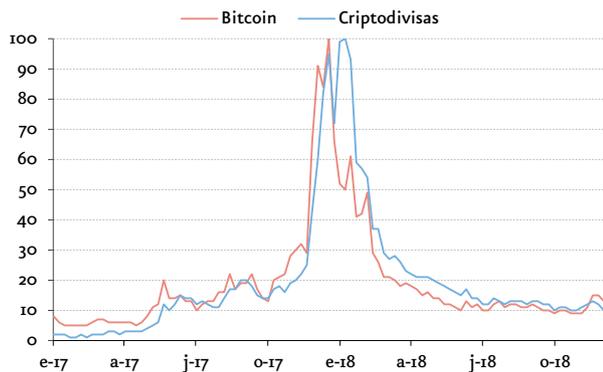
Evolución del precio de *bitcoin* y *ethereum* (miles de dólares)



Fuente: Afi.

Evolución de las búsquedas de Google de *bitcoin* y criptodivisas

(índice, 100=mayor volumen de búsquedas en tiempo considerado)



Fuente: Afi.

precio de un *bitcoin* a un cambio de 10.000 dólares que al mes siguiente suponía un coste adicional de 5.000 dólares porque el precio del *bitcoin* se había incrementado un 50%.

Para intentar dar solución a estos problemas se ha empezado a desarrollar un nuevo tipo de criptodivisas, las denominadas *stablecoins*. Estas criptodivisas intentan, en una versión digital, imitar a las divisas fiduciarias (dólar, euro, etc.). En este sentido, algunas *stablecoins* fijan su valor a divisas como el dólar o el euro en relación de paridad. Otras *stablecoins* pueden fijar su valor frente a otros activos, como el oro. De este modo, las criptodivisas se transforman en un medio de cambio digital sin volatilidad.

Sin embargo, estos proyectos no están libres de controversia. La empresa emisora de estas *stablecoins* debe asegurarse, como mínimo, de mantener el mismo número de, por ejemplo, dólares en sus reservas que de unidades de *sta-*

blecoins emitidas. La *stablecoin* con mayor volumen de negociación diaria, Tether, ha sido objeto de sospecha por la posible emisión de más *tethers* de los dólares que mantenía en sus cuentas.

Otro de los problemas que desencadenó la caída del precio de las criptodivisas fue la falta de seguridad de los *exchanges*. Los *exchanges* son plataformas donde se compran y venden criptodivisas. En definitiva, se trata de registros de criptoactivos centralizados (un organismo concentra las claves que dan acceso a los criptoactivos), lo que hace que sean un objetivo muy atractivo para los *hackers*². A diferencia de lo que ocurre si se roba una tarjeta de crédito (el banco asociado puede revertir una transacción), con los criptoactivos no existe esa posibilidad: el organismo responsable de tal cosa sería la propia *blockchain*, descentralizada y que no se ve comprometida cuando un *exchange* es *hackeado*. Este problema sigue siendo uno de los principales escollos en el desarrollo de los criptoactivos, que quizá los bancos centrales puedan dar solución.

Tal y como explicábamos en nuestro artículo «La cara oculta de las criptodivisas»³ de marzo de 2018, el Riskbank ya cuenta con un programa piloto para el desarrollo de su propia criptodivisa, el *e-krona*. Ante la falta de circulación de efectivo y el creciente uso de las tarjetas de crédito en Suecia, el Banco Central se estaría planteando la posibilidad de emitir *e-kronas* para evitar un bloqueo del sistema en caso de una crisis de confianza. En dicho escenario, los agentes mantendrán su acceso al dinero sin provocar una situación de fuerte inestabilidad financiera: se ofrecería, en última instancia, la tranquilidad de que, en un evento de crisis, el respaldo del dinero digital seguirá siendo el banco central, sin riesgo de crédito.

Otros bancos centrales, como el BCE y el BoJ, también estudian, a través del proyecto Stella, el desarrollo de un sistema de pagos interbancarios con base en tecnología *blockchain*. El desarrollo de proyectos de divisas digitales por parte de los bancos centrales empieza a cobrar más relevancia: según una encuesta reciente del BIS⁴, cerca del 70% de los encuestados (80 bancos centrales) está (o pronto estará) realizando trabajos relacionados con criptodivisas emitidas por bancos centrales. De estos, más del 50% está investigando la aplicación de divisas digitales en una doble perspectiva: que sirva para transferencias interbancarias y para un uso global.

En resumen, más allá del *hype* vivido hace un año y la relativa caída en el olvido de las criptodivisas desde entonces, las innovaciones en esta materia siguen adelante y es posible que pronto estemos analizando el impacto económico que estos nuevos desarrollos tecnológicos puedan suponer ::

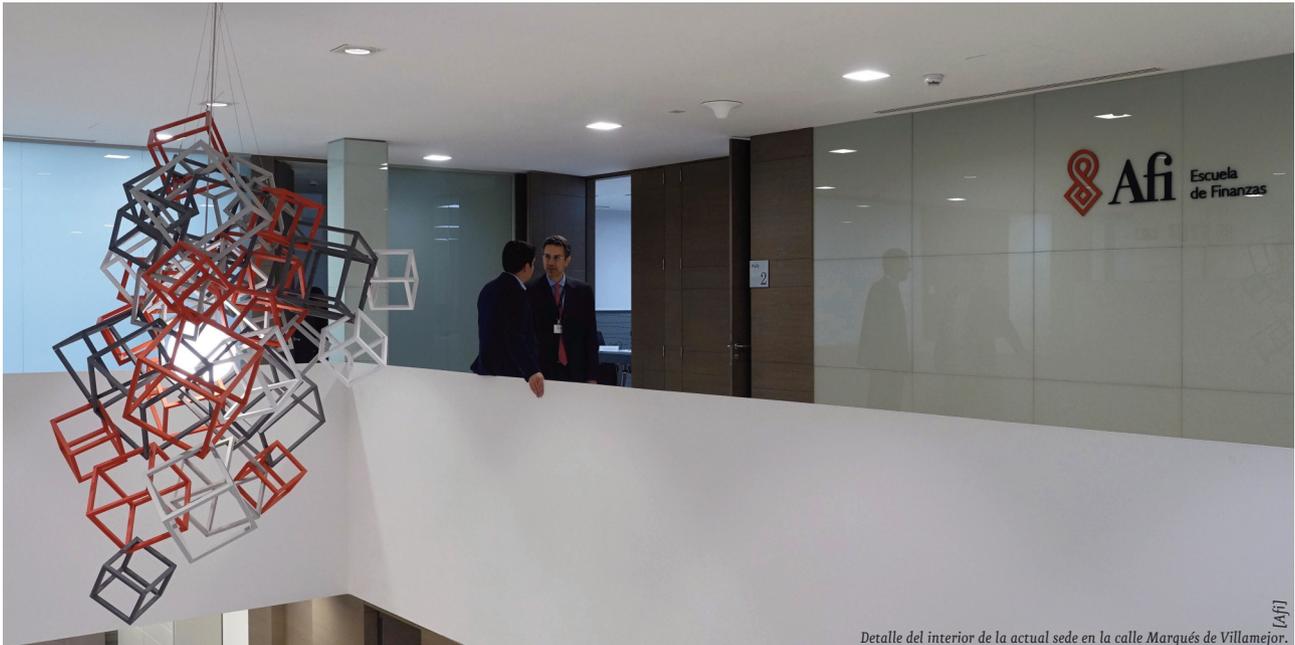
¹ «¿Qué pasa con *bitcoin*?», publicado en Empresa Global número 177, octubre 2017. Consultar [aquí](#).

² En enero de este año, un ataque a uno de los mayores *exchanges* (Coincheck) llevó a un robo de 500 millones de USD en criptoactivos.

³ «La cara oculta de las criptodivisas», publicado en Empresa Global número 181, marzo de 2018. Consultar [aquí](#).

⁴ «The new frontier of payments and market infrastructure: on cryptos, cyber and CCPs». Consultar [aquí](#).

Afi, 30 años en las finanzas españolas (ii)



Detalle del interior de la actual sede en la calle Marqués de Villamejor. [Afi]

Segundo capítulo de la historia de Afi, donde vemos el desarrollo de la entidad bajo el paraguas de Gesmosa, su independencia de la misma y su constitución como la consultora tal y como se conoce hoy en día, con la creación de la Escuela de Finanzas y su traslado a la sede de Marqués de Villamejor.

Óscar Ibáñez | Socio del área de Servicios Financieros de Afi

Si la «inmersión» en el sector eléctrico de los futuros fundadores de Afi fue accidental, no puede decirse lo mismo de la línea de investigación principal que siguió en los años siguientes: los patrones de comportamiento de los tipos de cambio y en general de las variables precio más relevantes de los mercados financieros internacionales y sus implicaciones sobre los mercados domésticos.

Esas líneas iban a encontrar un terreno abonado en unas entidades financieras españolas que, al calor de la apertura exterior de la economía española –la

incorporación a la Comunidad Económica Europea en 1986 supuso un claro impulso en ese sentido–, comenzaban a percibir la necesidad de intensificar su operativa en dichos mercados, en un contexto adicional de creciente necesidad de modernizar sus estructuras de negocio.

GESMOSA Y LAS CAJAS

A mediados de la década de los 80, Gesmosa, Gestión Monetaria S.A., sociedad de intermediación en los mercados monetarios, junto con Gesinca, Gestión de

Estudios e Inversiones S.A., gestora de activos financieros, vertebraban una parte significativa de la gestión financiera realizada por algunas cajas de ahorros españolas.

Fue precisamente el director general de Gesmosa, Javier Soriano, quien tuvo mucho que ver en la creación de Afi, ya que fue el que pidió a Emilio Ontiveros, junto con un equipo vinculado a la Universidad, que se comenzaran a realizar una serie de informes sobre los mercados financieros.

Este trabajo gustó, y mucho, a la dirección de Gesmosa, que no dudó en desembolsar, a finales de 1987, los treinta millones de pesetas de capital social (menos de ciento ochenta mil euros al cambio) con que se creaba Afi. Arrancaba con un equipo de solo 5 personas, entre los que se encontraban los tres profesores de la Autónoma.

El nacimiento de Afi fue un hecho el 3 de diciembre de 1987, acrónimo que deriva del nombre con el que fue constituida la empresa: Analistas Financieros Internacionales.

LA EVOLUCIÓN DE AFI

Dado que la naturaleza de los productos/servicios que ofrecía Afi era «intangibles» y no observable *ex ante*, los atributos fundamentales para su buena aceptación por un mercado debían ser, sobre todo, la flexibilidad y capacidad de adaptación y anticipación a las necesidades de sus clientes. Unos atributos, en suma, que iban a definir una nueva profesión: la consistente en producir análisis, opinión, asesoramiento y consultoría para su comercialización directa en una relación de gran proximidad con sus destinatarios o clientes.

La determinación utópica con la que Emilio, Ángel Berges y Paco Valero se marcaron los objetivos dieron sus frutos, y Afi fue adquiriendo una credibilidad en sus análisis y opiniones sobre los mercados financieros que fue «comprada» por una cada vez más amplia gama de clientes. Esto propició que Afi se convirtiera en «la perla de Gesmosa», tal y como la definirían los propios empleados de la sociedad.

La creación de Ahorro Corporación, resultado de la fusión entre Gesinca y Gesmosa, motivada por la entrada en vigor en 1989 de la reforma de las bolsas de valores, marcó el rumbo estratégico de la compañía durante la década de los noventa. En el grupo resultante, Afi centralizó toda la producción de análisis, tanto para su comercialización externa como para el consumo interno del grupo, en especial de la sociedad de valores y de la gestora de instituciones de inversión colectiva.

Afi cambió de sede, mudándose desde la primera ubicación en la calle Caracas a la calle Virgen de los Peligros, con un equipo que se fue incrementando hasta superar las 30 personas a comienzos de la década de los noventa.

Sin embargo, este equilibrio con Ahorro se mantuvo solo tres años. En un clima de entendimiento y excelente interlocución, el núcleo de profesionales con mayores responsabilidades en la gestión de Afi compró en 1992 un 50% del capital, con una representación similar en el Consejo de Administración. La decisión de involucrar a los principales profesionales de Afi mediante la condición de socio, de hecho, iba a convertirse en uno de los pilares fundamentales de la política de recursos humanos en cuanto a retención del talento.

El lanzamiento de nuevas líneas de actividad tomó entonces una gran importancia estratégica que se iba a ver reforzada mediante la constitución de unidades empresariales jurídicamente diferenciadas e independientes en su gestión y en las se mantuvo la presencia accionarial de los principales profesionales.

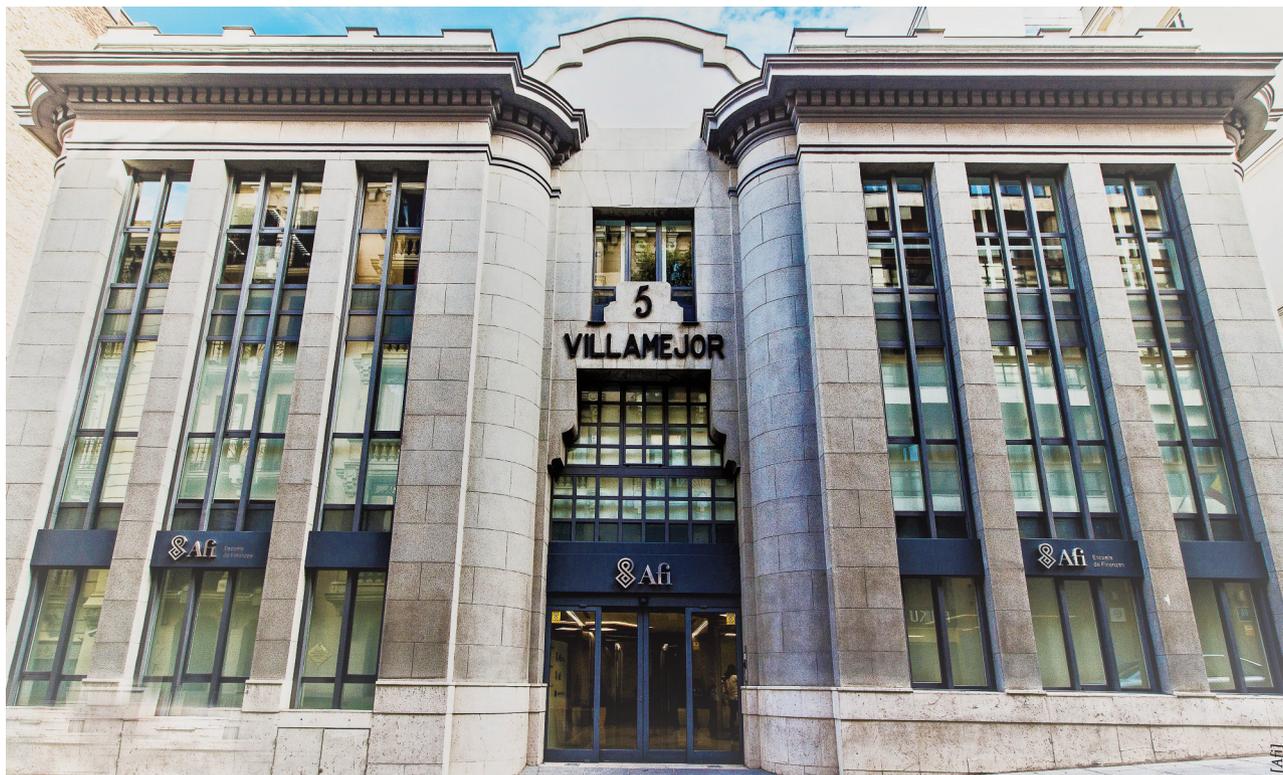
La nueva organización societaria requería un cambio de ubicación que independizara a Afi de Ahorro, no solo teóricamente, sino también en el entorno físico. La mudanza se realizó a la calle Españolito, donde se estableció la consultora y un piso para aulas, decisión que marcará uno de los grandes hitos en la vida de Afi: la creación de la Escuela de Finanzas Aplicadas. La actividad docente iba a ser, a partir de 1994, la segunda actividad formal, dado que hasta entonces el análisis y la consultoría financiera habían monopolizado las funciones de los miembros de Afi. La Escuela ocupa desde entonces un nicho de referencia en España.

AFI EN LA ACTUALIDAD

Pese a la desaparición de muchos de sus clientes, Afi siguió creciendo y desarrollando su actividad (su mejor registro de ingresos, de hecho, lo va a conseguir en 2018). Este incremento del negocio supuso que, en el verano de 2015, Afi trasladara su sede a la calle Marqués de Villamejor, en el barrio de Salamanca, dado que el edificio de Españolito había comenzado a quedarse pequeño.

Con más de 150 empleados, Afi ha asentado su posicionamiento en el mercado español e internacional y con un nuevo consejero delegado, Borja Foncillas (director del área de desarrollo), apunta hacia la deriva tecnológica sobre la que cada vez se asienta más el servicio de consultoría hoy en día ::

Año nuevo, mismos objetivos



Comienza 2019 y en Afi seguimos a toda máquina con la función más pedagógica. En el último tramo de 2018 las conferencias y eventos celebrados en Afi Escuela de Finanzas fueron una constante, con contenidos de vanguardia en banca, mercados, blockchain, pensiones e incluso irobots! Todos ellos protagonizados por ponentes de máximo nivel, como el éxito de asistencia ha demostrado, sobre temáticas que demuestran ser de gran interés entre nuestros clientes, alumnos y gente curiosa. Una tendencia que queremos que siga en este nuevo año.

Juan Cardenal | Redactor del área de Comunicación de Afi

XXXII EDICIÓN DEL TALLER DE BANCA

La XXXII Edición del Taller de Banca, que se impartió en la sede de Afi Escuela, contó con un grupo de ponentes formado por Emilio Ontiveros, presidente de Afi, Ángel Berges, vicepresidente, Esteban Sánchez y Paula Papp, socios, y Fernando Rojas, consultor del área de Servicios Financieros, quienes analizaron el entorno económico-financiero global, el sector bancario español, las variables de negocio ante la normalización de tipos, los resultados de los Stress Test de la EBA, el SREP y la rentabilidad y optimización del capital, entre otros asuntos.

Se profundizó en el conflicto entre Italia y la UE por los presupuestos, tratando de desentrañar las



consecuencias y posibles vías de resolución; también se analizaron los activos improductivos y los riesgos estratégicos.

MASTERCLASS «BLOCKCHAIN, CRIPTOACTIVOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS»

Francisco Santos, socio en Op Return Capital Management, dirigió una atractiva *masterclass* sobre varios de los temas más relevantes del momento: el *blockchain* y las criptomonedas, desde un punto de vista de las instituciones financieras, que serán las encargadas amortiguar el impacto de unas criptodivisas cada vez más importantes.

Santos realizó primero una contextualización del *blockchain* para después desglosar herramientas y productos de *blockchain* como Quorum o R3, y de criptomonedas como Ripple o LedgerX. No se olvidó de tratar temas jurisdiccionales de distintos territorios (EE.UU., Reino Unido o Zona euro) sobre las criptodivisas.

JORNADA DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y DE MERCADOS

Emilio Ontiveros y Ángel Berges volvieron a dirigir la Jornada de Análisis Económico y de Mercados. Respaldados por José Manuel Amor, socio y director del equipo de Afi Research que conforman Andreu García, Gonzalo García, Nereida González, Salvador Jiménez, Álvaro López, Rui da Mota Guedes, Javier Pino, Diana Posada y David del Val.



Los expertos de Afi trataron multitud de temas, segmentando las previsiones económicas a nivel global, europeo y español. Se realizó un análisis del ciclo económico post-crisis, centrando la atención en Estados Unidos, países emergentes, Zona euro, para terminar, enfocando la mirada en España. No dejaron de lado los *Asset Allocation*, la renta variable o la renta fija.

PRESENTACIÓN DEL LIBRO «A VUELTAS CON LAS PENSIONES» DE JOSÉ A. HERCE

José A. Herce presentó su último libro, «A vueltas con las pensiones», en la sede de Afi Escuela de Finanzas y en compañía de Emilio Ontiveros, Luis María Linde, Gobernador del Banco de España entre 2012 y 2018, y César Molinas, socio fundador de Multa Paucis.

Durante la presentación, Herce recordó la necesidad de «indiciar la edad de jubilación a la esperanza de vida». Por su lado, Luis María Linde aseguró que «no será suficiente con elevar la presión fiscal».



Emilio Ontiveros quiso remarcar la relevancia del libro: «identifica los tres problemas fundamentales del sistema público de pensiones: sostenibilidad, suficiencia y coberturas».

III INTERNATIONAL CONFERENCE ON LONGEVITY AND RETIREMENT SOLUTIONS: WILL ROBOTS PAY FOR OUR PENSIONS?

Con motivo de la III conferencia internacional sobre longevidad y pensiones, dirigida por José A. Herce, Afi Escuela de Finanzas recibió a ponentes de gran calado internacional para debatir sobre el futuro de las pensiones en un contexto de creciente relevancia de la robótica y la tecnología en la creación (y destrucción) de empleo.

La conferencia se dividió en varios actos, en los que las eminencias internacionales Seth G. Benzell y Nuria Oliver realizaron un cara a cara: «¿Trabajadores versus robots?» con la moderación de Herce.

Por su parte, Arun Muralidhar dictó la ponencia «Las nuevas soluciones para la jubilación y el factor tecnológico», mientras que Christopher Mayer lo hizo de «Hipotecas Inversas Responsables». Finalmente, se llevó a cabo un Q&A donde participaron los cuatro invitados y el propio Herce.

CICLO 25 ANIVERSARIO DE AFI ESCUELA DE FINANZAS

A lo largo de este año, Afi Escuela de Finanzas prepara el ciclo que sirve para celebrar su 25 aniversario. Un cuarto de siglo en el que ha ido evolucionando y se ha convertido en un referente en formación especializada en economía, finanzas y tecnología.

Y para conmemorar la efeméride de estos 25 años, se van a realizar hasta 9 ponencias, una por mes excluyendo junio –en el que se celebrará el evento central del año–, julio y agosto.

El ciclo, que comienza este mismo mes de enero, cuenta con antiguos alumnos de Afi Escuela de Finanzas como ponentes, todos ellos embarcados ahora en exitosas carreras profesionales, quienes tratarán temas de gran actualidad, como las SOCIMI, las gestión activa y pasiva de activos, las regulaciones financieras desde la perspectiva de un banco internacional, la banca del futuro o la importancia del talento en la economía ::



El misterio de las bajas ventas de vinos «on line»

«En España solamente el 1,3 por ciento de las ventas de vinos en volumen se verificaron por canal digital en el año 2016. En China, el 19,3 por ciento de las ventas son digitales.»

A parte de los libros digitales, la otra categoría de bienes o servicios que se viene resistiendo a los nuevos medios digitales son los vinos. En España solamente el 1,3 por ciento de las ventas de vinos en volumen —excluyendo el consumo en bares y restaurantes— se verificaron por canal digital en el año 2016. En los mayores mercados del mundo la proporción es similarmente baja: 1,8 por ciento en Estados Unidos, 4,3 en Francia, 3,3 en Japón, 2,0 en Italia y 3,3 en Alemania. La única excepción es China, donde el 19,3 por ciento de las ventas son digitales. Hay solamente otros dos países con proporciones superiores al 10 por ciento, Australia (11,3) y el Reino Unido (10,3).

¿Por qué se resisten los consumidores a comprar vinos por canal digital? Esta pregunta no es ociosa. Las ventas digitales de confección y calzado alcanzan ya el 50 por ciento en varios mercados. En comparación al vino, resulta mucho más útil comprar ropa en una tienda, donde se pueden probar las distintas tallas y estilos. El vino, al fin y al cabo, es un producto cuya utilidad no debería cambiar en función de la persona que lo compra y lo consume. Quizás el consumidor todavía no está acostumbrado a comprar vino, y prefiere poder consultar con un dependiente en la tienda. Eso sí, al contrario que la ropa, nor-

malmente no se puede probar el producto antes de comprarlo.

O tal vez a la gente le preocupa el transporte del vino dado que se suele envasar en una botella de vidrio. Muchas personas deciden comprar vino en el último momento, justo antes de una fiesta o de una ocasión especial. Todos estos factores sin duda contribuyen a reducir el potencial de ventas de vinos por canal digital, pero ninguno de ellos ayuda a explicar por qué China, Australia y Reino Unido son los mercados donde más ventas se verifican por este tipo de canal.

En el caso de China, un factor clave a tener en cuenta es que las clases medias y altas han crecido inusitadamente durante un período de tiempo muy corto. La infraestructura de tiendas físicas especializadas no se ha desarrollado de la misma manera que en Europa o en Estados Unidos. Además, China se encuentra a la cabeza del mundo en el desarrollo del comercio y los pagos digitales, pero estos factores no sirven para explicar los casos de Australia y del Reino Unido.

Quizás la razón clave estriba en que el sector del vino se caracteriza por contar con productos que se venden como etiquetas y como marcas. La etiqueta es la forma tradicional de vender vinos. En Francia, por ejemplo, hay 27.000 bodegas.

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

Cada una de ellas produce distintos vinos y cada cosecha tiene también características únicas. El vino vendido bajo etiqueta no se presta al canal digital tanto como el vino vendido como marca. Una de las marcas de vino más extendidas es la australiana Yellow Tail. En Australia, Reino Unido y China, el consumidor concibe el vino más como una marca que una etiqueta. Y además el consumo de marcas en lugar de etiquetas es más popular.

Conviene observar que en el sector de vinos espumosos tienen más importancia las marcas que en el de vinos tranquilos. Así, nos encontramos con Freixenet, una marca bajo la cual se venden numerosos tipos de cava, e incluso ahora también *prosecco*. Otro ejemplo es Veuve-Clicquot. Al fin y al cabo, el consumidor quiere sentirse satisfecho. Las marcas constituyen una manera esencial de lograrlo ::



Opcionalidad abierta

«Hasta ahora la Fed y el BCE habían sido bastante insensibles al comportamiento de los activos financieros.»

El mensaje de la curva de tipos es evidente. La caída en las TIR a 10 años de los principales mercados desarrollados, además de China, es muy intensa desde octubre y sitúa estas referencias en sus niveles mínimos desde hace muchos meses. El movimiento refleja tanto una menor compensación por inflación como fuertes caídas de tipos reales y prima por plazo en vencimientos largos. La pendiente de la

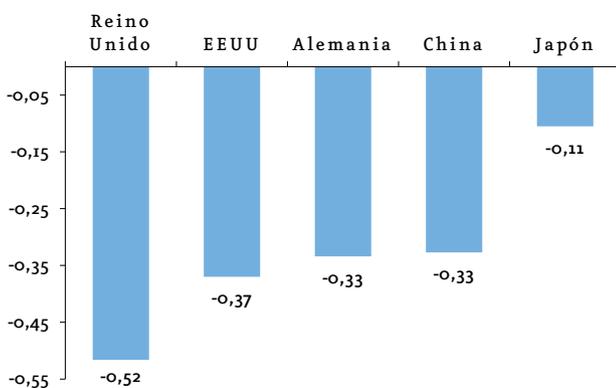
escepticismo, es innegable que la dirección del movimiento es la misma que en la antesala de finales de ciclos expansivos.

Las causas tras el movimiento, que viene acompañado de intensa inestabilidad en los mercados de bolsa y crédito, son de sobra conocidas: muy elevada incertidumbre en cuanto al futuro de la relación comercial China - EE.UU., el *brexit* y el desafío del Gobierno italiano a las reglas fiscales de la Comisión Europea. La traslación de incertidumbre al ciclo se produce vía el deterioro que aquella ejerce sobre las condiciones financieras y estas sobre la confianza de los agentes y, por ende, sobre sus decisiones de inversión y consumo.

Hasta ahora la Fed y el BCE habían sido bastante insensibles al comportamiento de los activos financieros (2018 ha sido un año francamente malo), y hasta cierto punto daban a entender que el aumento de la volatilidad y cierta corrección en las valoraciones de algunos activos eran «bienvenidas». No por más tiempo. Ha llegado el momento de mostrar sensibilidad ante el riesgo de que el deterioro de las condiciones financieras genere un daño cíclico más profundo que altere los planes de gradual normalización de la política monetaria de ambas instituciones.

El primero en hacerlo ha sido el BCE en el Consejo de Gobierno de prin-

Cambio en TIR de deuda a 10 años desde 5 de octubre (p.p.)



Fuente: Afi, Bloomberg.

curva en EE.UU., cuya inversión ha coincidido en el pasado con la antesala de episodios recesivos, también se encuentra en mínimos. A pesar de que la distorsión de una prima por plazo en terreno negativo obliga a tomar los actuales niveles de TIR a 10 años y pendiente con un punto de sano

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

cipios de diciembre. Su Presidente, Draghi, reconocía que aunque los riesgos para el crecimiento se caracterizan aún como equilibrados, estos se están inclinándose hacia la baja por la continuidad de la incertidumbre relativa a las amenazas latentes en materia de geopolítica, proteccionismo, economías emergentes y a la creciente volatilidad en mercados financieros.

Aunque el BCE sigue confiando en la materialización de su escenario central de gradual convergencia de la inflación hacia su objetivo, se percibe un punto de condicionalidad creciente. Y esta condicionalidad se extiende a los futuros cambios de política monetaria: Draghi reiteraba que, en este clima de elevada incertidumbre, la formulación de la política monetaria

del BCE ha de mantener, de forma deliberada, un alto componente de opcionalidad.

El FOMC se reúne el 18 y 19 de diciembre y, si vale de algo la guía de las declaraciones de prominentes miembros de este órgano en últimas semanas, se producirá una nueva subida de tipos acompañada de un cierto cambio de mensaje hacia una mayor dependencia de los datos en adelante (o en otras palabras, también de mayor opcionalidad).

En el margen, esta coordinación de mensajes de política monetaria algo más «*dovish*» a ambos lados del Atlántico debería ser positiva para los activos de riesgo. En todo caso, la durabilidad de este efecto positivo depende de que los riesgos e incertidumbres latentes comiencen a disiparse ::



«JURISTA» con mayúsculas

«María Encarnación Roca Trías, una mujer que transmite vitalidad, convicción, tesón, compromiso, lucha por la igualdad, respeto y prudencia, en cada palabra que pronuncia»

El mes pasado, gracias a la invitación de Seguros Pelayo, tuve el inmenso placer de conocer a la jurista María Encarnación Roca Trías, XXIV Premio Pelayo para Juristas de Reconocido Prestigio.

María Encarnación reúne todos los atributos de una #MujerQueTransforma. A sus 74 años, es un ejemplo de profesional comprometida que ha dedicado gran parte de su vida a la defensa de la ley y de su interpretación, compatibilizándolo con su gran pasión por la música.

Una mujer que transmite vitalidad, convicción, tesón, compromiso, lucha por la igualdad, respeto y prudencia en cada palabra que pronuncia.

Comenzó su carrera en el ámbito académico y, tras doctorarse en Derecho en la Universidad de Barcelona, ocupó la cátedra de Derecho Civil Catalán.

Fue la primera mujer en ocupar un puesto en la Academia de Jurisprudencia de Cataluña y en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación.

En 2005 se convirtió en la primera mujer magistrada del Tribunal Supremo, donde ha destacado en el derecho familiar, estableciendo jurisprudencia

en el logro de una mayor igualdad entre hombres y mujeres.

Desde 2012 es magistrada del Tribunal Constitucional y desde 2017 Vicepresidenta de este mismo Tribunal.

Estamos ante una jurista que ha roto todos los techos de cristal con absoluta naturalidad, porque si bien ha sido la «primera mujer en ...» muchos ámbitos, lo ha vivido con la modestia que inculca el trabajo diario desempeñado con responsabilidad y sin estar pendiente de la trascendencia mediática.

Es autora de numerosas publicaciones, entre las más recientes: «Familia y cambio social» (1999) y «Derecho de daños» (2007). Ha sido condecorada con numerosos premios, entre los que destacan además del ya mencionado: *Medalla Narcís Monturiol* al mérito científico y tecnológico de la Generalitat de Catalunya (2002), *Creu de Sant Jordi* (2003), *Premio Puig Salellas del Colegi Notarial de Catalunya* (2012).

Mi más humilde agradecimiento a María Encarnación por ser inspiración para aquellas mujeres que creemos en la igualdad y en la justicia social. Es un placer conocer a mujeres como tú ::

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



«Los planes individuales han tenido un gran desarrollo de mercado, con 7,5 millones de cuentas de partícipes, aunque son un fracaso financiero ya que los capitales acumulados, unos 74 millardos de euros, representan, después de treinta años, solo el 6,19% del PIB.»

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

Pensiones XI: asignatura(s) pendiente(s)

Se acaba el año en el que se cumplirán tres décadas de la aprobación del Reglamento de la Ley de Planes y Fondos de Pensiones. Es hora ya de hacer un balance mínimamente honesto del pobre desempeño del sistema previsional complementario en España.

Dicho análisis requiere empezar por el balance cuantitativo. Según datos de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP), en el segundo trimestre del presente año había en nuestro país 9,5 millones de cuentas de partícipes que acumulaban 109 millardos de euros, lo que equivale al 9,11% del PIB. Esto, en treinta años.

Hay dos categorías básicas en este marco: los planes individuales y los de empleo. Los individuales han tenido un gran desarrollo de mercado, con 7,5 millones de cuentas de partícipes, aunque son un fracaso financiero ya que los capitales acumulados, unos 74 millardos de euros, representan, después de treinta años, ojo, solo el 6,19% del PIB. Los planes de empleo, a los que se han acogido, literalmente, un puñado de empresas y algunas administraciones públicas, son un caso todavía más clamoroso, porque lo que hay es el resultado mayoritario de la externalización de compromisos internos de pensiones en las grandes entidades financieras y los antiguos monopolios estatales, además de la presencia de los planes de funcionarios de la adminis-

tración central y algunas autonomías y entidades locales, especialmente en el País Vasco. Nada más. Este sistema encuadra a 2 millones de trabajadores partícipes (asalariados de los sectores privado y público, el 8,77% de la población activa) y los capitales acumulados representan el 2,91% del PIB.

En el plano de la organización del mercado, cabe destacar que hay 2.664 planes de pensiones y 51 entidades gestoras de entre las que las cinco primeras detentan una cuota del mercado (por patrimonio) del 64,86%. Las comisiones del sistema de empleo son incluso demasiado bajas, ya que hay mucha competencia, pero las del sistema individual son demasiado altas, por los costes de gestión más elevados y por lo raquítico del tamaño del mercado, que, de una u otra manera, frena la competencia, de forma que un segmento financia al otro.

Por otra parte, lo que, en el plano financiero, muestra más claramente el fracaso de la Previsión Social Complementaria española es que, a tan solo treinta años de su nacimiento, el sistema ya contempla una caída del número de partícipes y del volumen de activos, así como un enorme porcentaje de partícipes que han suspendido *sine die* sus aportaciones. Ello se traduce desde hace tiempo en el más claro signo de senectud de un esquema previsional: los flujos de salida por pago de prestaciones superan a los flujos de entrada

por percepción de aportaciones. Definitivo. Esto se apaga.

Si acaso este balance no resultase deprimente, la guinda que cierra el bucle de tan pobre desempeño es el ridículo debate sobre los mal llamados «incentivos fiscales». Hasta me enfado con mis amigos de la industria de las pensiones, en la que me ubico (por si quedasen dudas), cuando se refieren a ellos nombrándolos de esta manera. No son incentivos, menos aún regalos. Esta operación es una mera figura de diferimiento fiscal.

Universalmente se acepta que la doble imposición es odiosa. Luego, hay que decidir si fiscalizar los planes de pensiones antes o después de la jubilación de sus titulares. Es decir, o bien se eximen las aportaciones (íntegramente) y se sujetan a impuestos las prestaciones (principal y rendimientos del capital) o bien se sujetan a impuestos las aportaciones y se eximen de tributar a las prestaciones en su parte de principal (no de rendimientos del capital). Pero no se pueden fiscalizar a la vez las aportaciones (no deduciéndolas) y luego las prestaciones. Eso es sencillamente confiscatorio. De manera que las actuales deducciones ni son un regalo ni están pensadas para «los ricos». Eso es una bobada, por decirlo suavemente.

Sucede que la abrumadora mayoría de países que practican este diferimiento fiscal han optado por eximir las aportaciones y fiscalizar las prestaciones. Por la sencilla razón de que la potencia de la capitalización, incluyendo los equivalentes deducidos, acaba

allegando a las autoridades tributarias más recursos que si no se practicase el diferimiento. Porque la fiscalización de los rendimientos de capital así aumentados compensa el que las bases del impuesto personal sobre la renta son menores en la jubilación que durante la vida activa. Además, no por casualidad, las cotizaciones a la Seguridad Social son íntegramente deducibles, como debe ser. Luego, ¿por qué no habrían de serlo las aportaciones a los planes de pensiones?

En definitiva, creo que hay que admitir que el intento tan importante de 1987/88 no ha funcionado; que no vamos a mejorar si algo no cambia radicalmente y que ya es hora de que empecemos de nuevo recuperando algunos casos que sí han funcionado y, sobre todo, copiando y adaptando muchos otros ejemplos que están funcionando admirablemente bien en naciones más avanzadas que la nuestra. Por eso, quizá, son más avanzadas.

Esta es una mala noticia y una enorme asignatura pendiente para nuestra sociedad del bienestar. Hay que desarrollar una verdadera capa de previsión social complementaria en nuestro país, como ya existe en los más avanzados, porque las tendencias de la longevidad y la financiación de la economía productiva lo requieren. Pero también, no conviene olvidarlo, porque la Seguridad Social necesita hacer reformas para hacer sus propias pensiones sostenibles y la previsión social complementaria va a ser muy necesaria en el futuro inmediato ::



«La aspiración de la Comisión es llegar a establecer contratos de referencia de petróleo crudo denominados en euros, reduciendo esa hegemonía que mantiene el dólar desde hace casi cien años.»

Euro energético

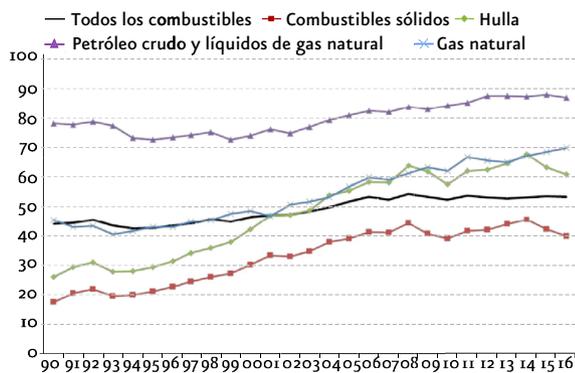
El euro sigue siendo la segunda moneda más importante del mundo, con un 36% en la denominación de los pagos globales en 2017, frente al 40% del dólar de EE.UU. La diferencia se ensancha si consideramos el peso en las reservas internacionales de divisas, con un 60% del dólar frente al 20% del euro. Este predominio como moneda de reserva explica en gran medida su protagonismo histórico como moneda vehicular en las transacciones de la mayoría de los sectores en el comercio internacional.

leo, productos refinados y gas. La aspiración de la Comisión es llegar a establecer contratos de referencia de petróleo crudo denominados en euros, reduciendo esa hegemonía que mantiene el dólar desde hace casi cien años, no solo en la denominación de los contratos principales, sino también en el transporte y aseguramiento de estos.

No faltan razones para justificar esa pretensión. La UE es el principal importador de energía del mundo. Como se aprecia en el primero de los gráficos, en 2016 la dependencia de importaciones de combustibles (la relación entre las importaciones netas y el consumo interior) llegó al 53,6%, mucho más acusada en el caso de los combustibles fósiles: compra en el exterior el 90% de sus necesidades de petróleo y el 70% de las de gas. La factura total alcanza una media de 300.000 millones de euros en los últimos cinco años. Más del 93% del volumen de comercio energético es petróleo, cuyos contratos siguen denominándose en dólares de EE.UU., a pesar de que los principales vendedores de energía a la UE —Rusia, Noruega, Oriente Medio y África— no tienen como moneda al dólar.

Esta moneda sigue siendo también dominante en la denominación de los contratos en otras materias primas, tanto en los contratos físicos como derivados. Y no hay señales de que la situación vaya a modificarse, con la excepción quizás del aumento observado recientemente

Dependencia de importaciones de la UE por tipo de combustible (%)

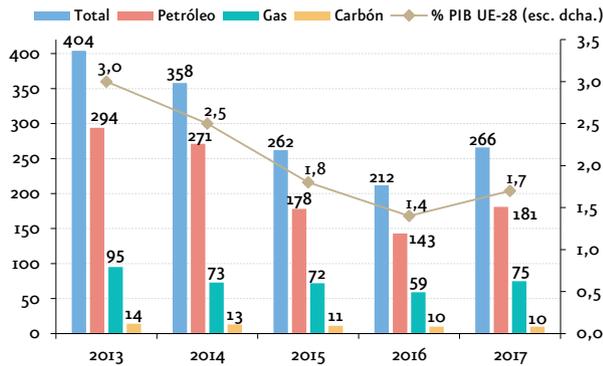


Fuente: Eurostat.

El pasado día 5 de diciembre la Comisión difundió dos documentos con iniciativas destinadas a fortalecer esa proyección internacional, uno genérico y otro, que es el que motiva los siguientes comentarios, sobre su papel en las transacciones energéticas, en el petró-

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

Valor de las importaciones de energía (miles de millones de euros)



Fuente: Dirección General de la Energía, UE.

te en la denominación de las transacciones internacionales en gas.

Ese dominio de la moneda americana también se explica por los regímenes cambiarios dominantes en la mayoría de los países exportadores, que mantienen una estrecha vinculación al dólar con el fin de reducir o eliminar el riesgo de cambio. Justo lo contrario de lo que afrontan las empresas europeas.

No hace falta destacar los inconvenientes para las empresas europeas asociados a la utilización de una moneda que no es la propia en la denominación de los intercambios internacionales. El más destacado es la incursión en riesgo de cambio, cuya gestión incorpora costes, en ocasiones importantes. Pero también cobran importancia las disrupciones en el comercio generadas unilateralmente por el país emisor de la moneda que denomina esas transacciones, EE.UU. En definitiva, costes transaccionales que, además de reducir la autonomía y aumentar la incertidumbre, encarecen la factura energética en Europa.

La búsqueda de alternativas a esa hegemonía del dólar no es nueva. A las crisis de precios o tensiones geopolíticas en las que ha estado implicado EE.UU., le han sucedido intentos de sustitución del dólar, en la mayoría de los casos por una cesta de monedas. La alternativa más reciente la ha introducido China con el lanzamiento de contratos de futuros de petróleo en la bolsa de Shanghái.

Las iniciativas que ahora propone la Comisión priorizan la inclusión del euro en contratos de energía en los acuerdos internacionales que se firmen con terceros países. Su revisión previa por la Comisión debería tomar en consideración, entre otros aspectos como la seguridad de suministro, la denominación monetaria de esos acuerdos. Junto a ello, la Comisión también está empeñada en que se extienda el uso del euro en aquellas transacciones financieras asociadas a las operaciones en gas o petróleo, desde luego la financiación a los traders en esas materias primas y en sus derivados, al igual que en las operaciones de inversión en nuevos proyectos, fortaleciendo las sinergias con el desarrollo de la Unión de los Mercados de Capitales.

Son empeños más que razonables, pero especialmente en el momento actual en el que la administración estadounidense no atiende en la conducción de sus políticas económicas a ningún otro tipo de consideración que no sean los más concretos y cortoplacistas objetivos domésticos. Favorecer la proyección internacional del euro es también una forma de reducir las amenazas que desde dentro de la propia UE afronta hoy el proyecto de fortalecimiento del área monetaria común ::

