

 empresa global

 Afi

187

Octubre 2018

El Tesoro español ante el final de las compras del BCE

Las pymes y la transferencia
tecnológica intersectorial

¿Estás pensando en predictivo?

«Blockchain»:
¿el futuro de la financiación de las empresas?

30 años de transformación en medios de pago

ESTRATEGIA GLOBAL

El misterio de las
remesas de emigrantes

LA FIRMA DE MERCADOS

Amenaza de fricción

#MUJERESQUETRANSFORMAN

Svetlana Aleksíevich,
«pintora de la voz»

HOMO OECOMICUS

Pensiones IX:
¿y si nos hacemos los
suecos con las pensiones?

PASEO GLOBAL

La convergencia
ya no es real





Empresa Global

Nº 187 (octubre 2018)

EDITA

Afi Analistas Financieros Internacionales
C/ Marqués de Villamejor, 5. 28006 Madrid
Tel.: 91 520 01 00 • Fax: 91 520 01 43
E-mail: empresaglobal@afi.es • www.empresaglobal.es
@Afi_es

DIRECCIÓN

Silvia Meattini

EDICIÓN

Verónica López Sabater

COLABORAN EN ESTE NÚMERO

José Manuel Amor, Lucía Ayllón, Juan Cardenal, Ana Domínguez, Mónica Guardado, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Verónica López, Elisa Marco, Emilio Ontiveros y Javier Pino

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

Tiempos de incertidumbre

Vivimos tiempos de incertidumbre, condición clave con la que la economía española ha de convivir en los próximos años, como ejemplifica Javier Pino en el tema de portada de este mes que versa sobre la situación del **«Tesoro español ante el final de las compras del BCE»** y las consecuencias de esta nueva realidad.

También generan incertidumbre las tensiones en Europa, una muestra más de que, como nos cuenta Emilio Ontiveros, **«la convergencia real ya no es lo que era»**, visibilizada en las grandes desigualdades existentes entre los países de la Unión Europea tras la crisis, que están provocando un descontento social muy aprovechado por fuerzas políticas desinteresadas en seguir en la UE. Hablando de países que generan tensiones no podemos dejar de mirar a EE.UU., donde existe hoy en día una **«amenaza de fricción»** que analiza José Manuel Amor.

Volviendo la vista a España, seguimos analizando uno de los temas más candentes en la actualidad: las pensiones. Es difícil complacer a todos en este tema, así que quizás tendríamos que, como recomienda José A. Herce, **«hacernos los suecos con las pensiones»** aludiendo al análisis que nos regala de su sistema de previsión para la jubilación.

Donde también sería mejor hacernos los suecos es en **la forma en la que pagamos**, como explica Verónica López, en una época en la que el **pago digital** convive en nuestro país, aún en minoría en cuanto a pagos cotidianos se refiere, con el pago en efectivo. Sobre dinero seguimos, ya que Mauro Guillén analiza **«el misterio de las remesas de emigrantes»** quienes en buena medida siguen prefiriendo realizar envíos a través de los bancos a pesar de ser servicios más costosos que a través de medios alternativos como las plataformas digitales.

Dedicamos la sección tecnología a lo que Elisa Marco define como **«el futuro de la financiación de las empresas: el blockchain»**. Por su parte, la sección Escuela está dedicada a los y las *data scientists*, analistas de cantidades masivas de datos que ayudan a que las empresas **«estén pensando en predictivo»**.

Para finalizar, Mónica Guardado visibiliza en su tribuna la labor de la Premio Nobel de Literatura **«Svetlana Aleksievich “la pintora del tiempo”»**, quien nos dio a conocer la vida de las mujeres soldado rusas en la II Guerra Mundial ::

TEMA DE PORTADA

El Tesoro español ante el final de las compras del BCE

El Tesoro español perderá en 2019 uno de los principales compradores de deuda soberana, el Banco Central Europeo. A pesar de ello, no esperamos que esto pueda afectar a la sostenibilidad de la deuda.

Pag. 3



PERSPECTIVAS

Las pymes y la transferencia tecnológica intersectorial

Las pequeñas y medianas empresas han de desempeñar un papel importante en la apuesta por la competitividad y el desarrollo de ecosistemas de innovación y nuevas cadenas de valor intersectoriales y transnacionales.

Pag. 5



ESCUELA

¿Estás pensando en predictivo?

Afi Escuela de Finanzas propone un Máster para aprender a analizar el «Big Data» y así convertirte en un(a) «data scientist», profesión que permite a las empresas predecir el comportamiento de sus clientes a partir de los datos.

Pag. 8



TECNOLOGÍA

«Blockchain»: ¿el futuro de la financiación de las empresas?

El blockchain, que todos conocemos debido al entusiasmo que ha generado en los últimos años la irrupción del token, del bitcoin o BTC, está reformulando las estructuras corporativas tradicionales.

Pag. 10



30 AÑOS DE ECONOMÍA

30 años de transformación en medios de pago

El mundo de los medios de pago ha sido referente en innovación tecnológica en el conjunto del sector financiero. Las últimas tres décadas son un claro reflejo de los cambios a los que se ha visto sometida la forma en que pagamos en España.

Pag. 13



PUERTAS ABIERTAS

Pasión por el conocimiento

Desde Afi seguimos apostando por la formación y el conocimiento, organizando en nuestra sede conferencias y eventos tan diversos como «Mujeres que transforman», el «Big Data Night» o la colaboración con el «Día de la educación financiera».

Pag. 15



ESTRATEGIA GLOBAL

El misterio de las remesas de emigrantes

MAURO GUILLÉN

Pag. 17



MERCADOS FINANCIEROS

Amenaza de fricción

JOSÉ MANUEL AMOR

Pag. 19



#MUJERES QUE TRANSFORMAN

Svetlana Aleksíevich, «pintora de la voz»

MÓNICA GUARDADO

Pag. 21



HOMO OECOMICUS

Pensiones IX: ¿y si nos hacemos los suecos con las pensiones?

JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 22



PASEO GLOBAL

La convergencia ya no es real

EMILIO ONTIVEROS

Pag. 24



El Tesoro español ante el final de las compras del BCE

[iStock]/Thinkstock.

El Tesoro español perderá en 2019 uno de los principales compradores de deuda soberana, el Banco Central Europeo. A pesar de ello, no esperamos que esto pueda afectar a la sostenibilidad de la deuda en tanto en cuanto el Tesoro, con la estrategia seguida en los últimos años, ha aumentado su resiliencia ante un shock de tipos de interés.

Javier Pino | Analista en el área de Análisis Económico y de Mercados de Afi

A partir de septiembre el Banco Central Europeo (BCE) reducirá el volumen de las compras de deuda bajo el paraguas del Asset Purchase Programme (APP) a 15.000 millones de euros mensuales hasta diciembre. A partir de enero de 2019, las compras netas de deuda se reducirán a cero. A cierre de agosto (último dato disponible), el BCE posee 253.500 millones de euros de deuda española y cerrará 2018 con un volumen próximo a 260.000 millones de euros. Esto supone que el BCE será el tenedor de más del 25% de la deuda española en circulación. En global, el balance de la entidad ascenderá a los 4,6 billones de euros, habiéndose incrementado 2,5 billones de euros desde que comenzase el programa en marzo de 2015. Esto ha contribuido de forma sustancial a mantener los tipos de interés de la deuda en niveles muy reducidos y los Tesoros europeos han aprovechado el actual contexto para reducir el coste medio de sus carteras de deuda y elevar las vidas medias.

Hasta el momento, la emisión neta del Tesoro en 2018 ha sido de 23.345 millones de euros y el acumulado

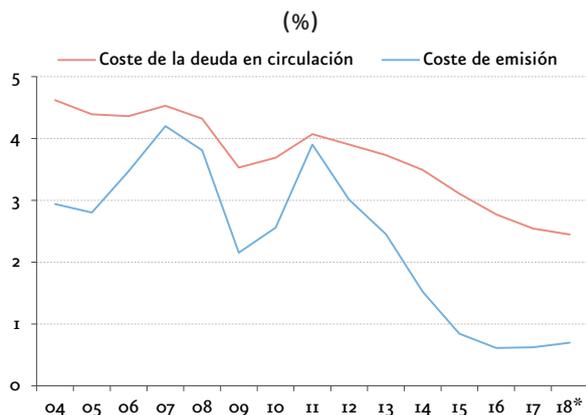
de las compras del BCE para España ha sido de 23.250 millones de euros. Por lo tanto, esto implica que la emisión neta del Tesoro, descontando el impacto de las compras del BCE, hasta el momento ha sido nula. Para lo que resta de año, aunque el apoyo del BCE va a ser inferior, no prevemos dificultades en la colocación.

Las métricas de la cartera de deuda del Tesoro han mejorado significativamente en los últimos años, como se analiza a continuación:

- El coste de emisión de la nueva deuda en 2018 ha sido de 0,7%, 9 puntos básicos por encima de los mínimos históricos que se alcanzaron en 2016 cuando este fue del 0,6%. A pesar de ello, dado que el tipo de emisión continúa siendo sustancialmente inferior al coste medio de la deuda en circulación, este continúa reduciéndose hasta situarse en el 2,45% (mínimo histórico). Además, en la medida que en los próximos años el coste de emisión va a continuar siendo inferior al coste medio de la deuda, este último va a continuar reduciéndose.

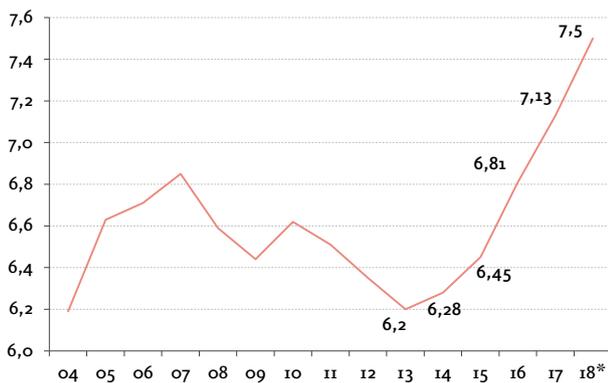
• Asimismo, esta reducción del coste ha venido acompañada de un incremento de la vida media, reduciéndose el riesgo de refinanciación y estando el Tesoro mucho mejor preparado ante posibles futuros eventos que generen tensiones financieras. La vida media se ha ampliado hasta los 7,5 años en 2018 (máximo histórico).¹

Tipo de emisión medio de la nueva emisión y de la deuda en circulación



Fuente: Afi, Tesoro.

Vida media de la deuda en circulación del Tesoro (años)



Fuente: Afi, Tesoro.

Para el próximo año esperamos que continúen las condiciones favorables de financiación, pese a la retirada gradual de estímulos por parte del BCE y de la deriva al alza de los tipos de interés. A pesar de ello, el BCE seguirá siendo un comprador marginal relevante de deuda del tesoro dado el elevado volumen de reinversiones que llevará a cabo.

En todo caso, durante 2019, e independientemente de que finalmente se dé un escenario más estresado que el previsto por Afi, dado los bajos costes de emisión de la nueva deuda, aunque los tipos experimenten un repunte relevante desde los niveles actuales, la carga de inte-

¹ Con datos hasta septiembre de 2018.

reses en relación al PIB se mantendrá estable en los próximos años. Para las previsiones 2019-2021 se han elaborado tres escenarios, modulando los tipos de emisión de la nueva deuda emitida por el Tesoro.

PREVISIONES Afi DE INTERESES Y TIPO MEDIO DE DEUDA

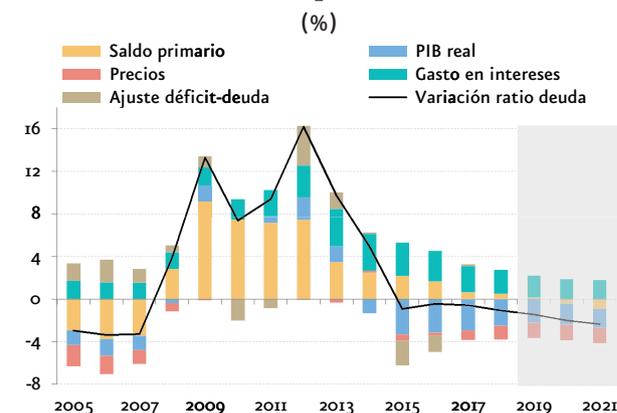
	2019			2020			2021		
	Bajista	Afi	Alcista	Bajista	Afi	Alcista	Bajista	Afi	Alcista
Intereses (miles mill. €)	25,14	25,50	26,37	23,19	24,20	26,05	21,91	23,70	26,88
Intereses (% PIB)	2,00	2,00	2,10	1,78	1,90	2,00	1,62	1,80	1,99
Tipo medio (%)	2,09	2,15	2,19	1,90	2,05	2,13	1,78	2,06	2,18

Fuente: Afi.

Para 2019, de acuerdo a nuestro escenario central, el gasto en intereses sobre PIB se reduciría al 2,0%. En todo caso, aunque se diese el escenario adverso en el que el tipo medio de la deuda en circulación aumentase (algo muy poco probable dado que el tipo medio de emisión de la nueva deuda emitida debería situarse por encima del 2,4%), esta ratio apenas se incrementaría una décima de PIB frente a nuestro escenario base.

De la misma forma, nuestras estimaciones para la ratio de deuda pública sobre PIB son de reducción gradual en los próximos años hacia niveles del 91,5% en 2021. Incluso en el escenario adverso, esta se situaría tan solo medio punto porcentual por encima en 2021.

Aportaciones a la variación de la ratio de deuda pública



Fuente: Afi, Tesoro.

Por lo tanto, la estrategia llevada a cabo por el Tesoro en los últimos años ha aumentado la resiliencia ante un shock de tipos de interés. Todo ello, como ya hemos comentado, apoyado en un comprador marginal, el BCE, que seguirá actuando de contención al repunte de tipos de interés. Tan solo cuando el BCE comience a drenar liquidez del mercado, algo que no se atisba por el momento, podríamos asistir a una normalización rápida de tipos y diferenciales. Mientras tanto, la sostenibilidad de la deuda no parece estar en entredicho :D

Las pymes y la transferencia tecnológica intersectorial



Las pequeñas y medianas empresas, principal exponente del tejido empresarial europeo, han de desempeñar un papel importante en la apuesta por la competitividad y el desarrollo de ecosistemas de innovación y nuevas cadenas de valor intersectoriales y transnacionales. Para impulsarlo, la iniciativa ACTTiVate, apoyan el desarrollo de proyectos de transferencia de tecnologías avanzadas entre distintos sectores.

Ana Domínguez @Adoguez | Consultora del área de Economía Aplicada de Afi

ACTTiVate –The PAN-European Clusters for Technology Transfer and new VALUE chains– es una iniciativa innovadora, apoyada por la Comisión Europea en el marco del programa **Horizonte 2020**, bajo la temática de **INNOSUP-1-2015** «Cluster facilitated projects for new value chains». El proyecto tiene como principal objetivo apoyar la innovación en pequeñas y medianas empresas (pymes) europeas e impulsar una reindustrialización inteligente en Europa, promoviendo la floración de nuevas cadenas de valor entre diferentes sectores y países, que surjan de la transferencia de tecnologías avanzadas entre cuatro sectores estratégicos: agroalimentario, aeroespacial, salud y Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (TIC).

De su implementación se encarga un Consorcio, del que forma parte Afi, junto con otra docena de entidades de un total de cinco países: España, Irlanda, Países Ba-

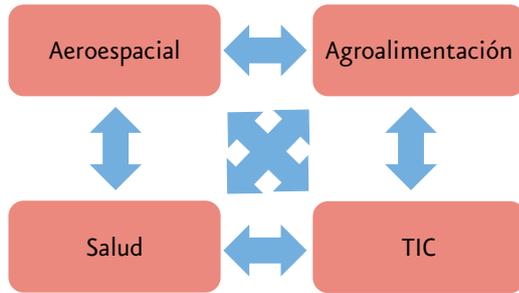
jos, Polonia y Portugal. Algunas de estas entidades son clústeres sectoriales, con capacidad para impulsar ecosistemas innovadores, y centros de investigación y desarrollo, encargados de evaluar el potencial de las nuevas cadenas de valor que pueden surgir al amparo de ACTTiVate.

Desde el lanzamiento de ACTTiVate a mediados de 2016, por un periodo de tres años, el Consorcio desarrolla diferentes actividades para canalizar el apoyo, tanto financiero como no financiero, a medio centenar de pymes europeas.

PYMES EUROPEAS BENEFICIARIAS

Las pymes que están participando en la iniciativa han sido seleccionadas tras un proceso de solicitud de propuestas, concluido en septiembre de 2017, en el que pre-

IMPULSO DE LA TRANSFERENCIA TECNOLÓGICA ENTRE CUATRO SECTORES CLAVE



Fuente: Afi.

sentaron sus proyectos de transferencia tecnología intersectorial.

El equipo de Afi se encargó de la verificación de la elegibilidad en lo que respecta a las condiciones legales y financieras de las pymes preseleccionadas por otros miembros del Consorcio de acuerdo con criterios de viabilidad técnica y de impacto socioeconómico.

El número de beneficiarias asciende a cincuenta empresas, treinta de ellas receptoras de apoyo financiero por importe de hasta 46.000 euros, y las veinte restantes han recibido una dotación de 6.000 euros. Estos recursos se han destinado a la elaboración de un plan estratégico de comercialización de la tecnología y, en el caso de las treinta primeras, al desarrollo de una prueba de concepto de la tecnología objeto de transferencia, que están realizando en la actualidad.

Además, ACTTiVate contempla un conjunto de servicios de apoyo –más amplios para las treinta primeras– para reforzar las capacidades de desarrollo de los proyectos tecnológicos innovadores:

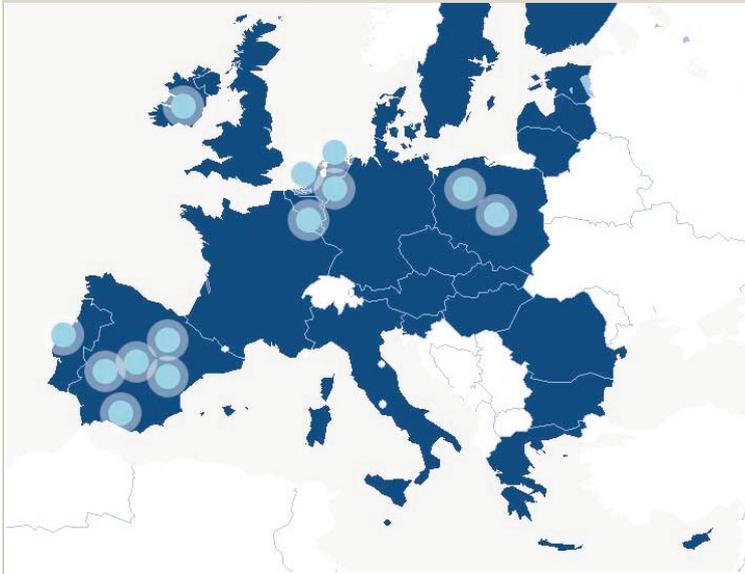
- Programa de *mentoring* y *coaching*, para el suministro por parte de expertos de orientaciones estratégicas adaptadas a las necesidades específicas de las empresas y proyecto en cuestión.
- Eventos B2B destinados al intercambio de experiencias e interacción con empresas y líderes sectoriales.
- Workshops enfocados a la mejora de los conocimientos y habilidades de comunicación de las empresas, y foros de inversión con actividades de *pitching*, *showcasing* y *networking* para la captación de financiación complementaria (de inversores corporativos privados, fondos de capital riesgo o *business angels*) para sus proyectos tecnológicos.
- Acciones de seguimiento y asistencia a las empresas.
- Programa de movilidad e intercambio, dotado con 10.000 euros y dirigido a cinco pymes (que serán seleccionadas tras un proceso de presentación de propuestas), para que puedan realizar una estancia en el extranjero que contribuya a reforzar sus conocimientos (del mercado y otros) y capacidades para la comercialización del prototipo desarrollado.

PRÓXIMOS PASOS

Cuando apenas restan seis meses para el término del proyecto, los miembros del Consorcio ACTTiVate nos hemos dado cita en Polonia –donde se localiza uno de los clústeres miembros– para celebrar la tercera reunión anual.

En esta ocasión, el pasado 4 de octubre, revisamos en detalle el estado de situación de cada uno de los paquetes de trabajo en que se organiza la ejecución de ACTTiVate, así como planteamos los próximos pasos y tareas a ejecutar en la fase final de la iniciativa.

MIEMBROS DEL CONSORCIO ACTTIVATE



- Aeroplan Cluster
- AgriFood Capital
- Analistas Financieros Internacionales
- Dublin City University
- EBN Innovation Network
- F. Parque Tecnológico de la Salud
- Fundación Tecnova
- IESE Business School
- Inegi
- Madrid Aerospace Cluster
- OOST NL
- Technology partners
- Wageningen Research

Fuente: <http://activate.eu/consortium>.



Reunión general del Consorcio en Cracovia: representantes del Consorcio y de empresas polacas participantes en ACTTiVate.

Con motivo de la reunión entre todos los miembros del Consorcio, fueron invitadas dos empresas polacas que están participando en ACTTiVate. Ello nos ha permitido conocer de primera mano no solo los proyectos de innovación en desarrollo, sino también la percepción de las empresas sobre el apoyo brindado y el valor que les aporta la iniciativa.

«Como profesionales con más de veinte años de experiencia, no esperábamos aprender tanto en materia de planificación estratégica, presentación a inversores (*investors pitching*) y negociación de contratos», afirmaba el representante de una de las empresas.

También contamos con la visión de una de las mentoras, quién destacó como temáticas más relevantes, en las que las pymes demandan más apoyo: ámbitos de financiación, acceso al mercado y propiedad intelectual, e identificación de potenciales clientes. Asimismo, puso en relieve el carácter colaborativo de las pymes beneficiarias (dispuestas a compartir información operativa), la heterogeneidad en cuanto al estado de desarrollo o madurez de las empresas, la utilidad del programa de mentores y su valoración positiva por parte de las pymes, aunque también apeló a la conveniencia de compartir experiencias entre los diferentes mentores involucrados en el proyecto.

IMPACTOS ESPERADOS

La ejecución de ACTTiVate incorpora también una evaluación de impacto de esta iniciativa, que será desarrollada por el equipo de Afi en los próximos meses. En este ejercicio de evaluación se tendrán en cuenta las siguientes dimensiones que condicionan las capacidades de las pymes para el desarrollo de proyectos de transferencia tecnológica e inciden en el desarrollo socioeconómico regional:

- Movilización de apoyo financiero complementario para la innovación en las pymes, que pueden pro-

porcionar las autoridades nacionales o regionales y/o inversores privados.

- Contribución al desempeño en materia de innovación de las pymes participantes en ACTTiVate (número de productos/soluciones nuevos o mejorados significativamente, procesos organizativos), y su impacto en términos de eficiencia en el uso de los recursos y de resultados económicos.

- Fortalecimiento del liderazgo industrial gracias al refuerzo de las cadenas de valor que integran soluciones innovadoras en las pymes.

- Creación de nuevas cadenas de valor industriales globalmente competitivas para acelerar el desarrollo de industrias emergentes, que impulsarán la competitividad industrial y apuntalarán el crecimiento económico futuro, los empleos y el progreso hacia una economía eficiente en recursos.

- Contribución a las estrategias de especialización inteligente regional (RIS3) mediante la capitalización de competencias concentradas y complementarias para el desarrollo de nuevas cadenas de valor e industrias emergentes con un claro valor agregado a nivel de la UE.

- Mejora del entorno empresarial de las pymes mediante el establecimiento de espacios abiertos de colaboración, que involucran a agentes del ámbito de la innovación de diferentes sectores y países, fomentando nuevas fórmulas de colaboración.

- Sostenibilidad de los principales impactos esperados del proyecto, efecto demostrador a gran escala y coherencia con la RIS3.

Sobre la base del desempeño observado en las cincuenta pymes beneficiarias de ACTTiVate, será posible extraer lecciones aprendidas que ayuden a fomentar la implementación de esquemas eficientes de apoyo a la innovación y a una reindustrialización «avanzada» ::

¿Estás pensando en predictivo?



Afi Escuela de Finanzas propone un Máster para aprender a analizar el **Big Data** y así convertirte en un(a) **data scientist**, profesión que permite a las empresas predecir el comportamiento de sus clientes a partir de los datos, para optimizar el negocio.

Lucía Ayllón | Área de Marketing de Afi Escuela de Finanzas

Nos encontramos inmersos en lo que muchos definen como un entorno VUCA, es decir, entornos con elevados niveles de incertidumbre, volatilidad, complejidad y ambigüedad. La palabra es un acrónimo inglés formado por los términos *Volatility*, *Uncertainty*, *Complexity* y *Ambiguity*. Nuevos agentes y nuevos avances tecnológicos llegan constantemente para desafiar el *statu quo* vigente en el mercado, lo que conlleva que las estrategias de negocio deban ser mucho más ágiles e innovadoras. Pero la cuestión es, ¿qué es innovar?

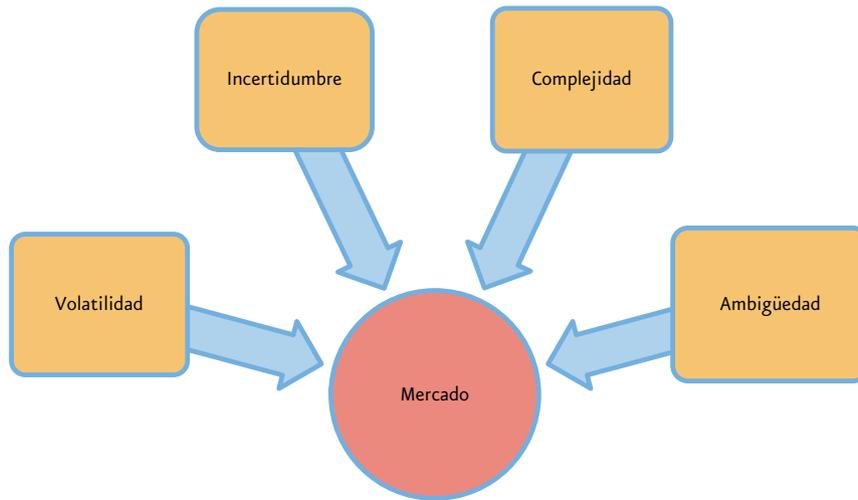
Según la Real Academia Española, innovar es mudar o alterar algo mediante la introducción de novedades. Pero a la empresa no le sirve de nada introducir novedades que no reporten un valor. Es preciso entender que cuan-

do se pide a los profesionales y a las compañías innovar lo que se está pidiendo es, precisamente, predecir las necesidades y demandas del mercado para estar preparado para ofrecer una solución. Innovar es por tanto, predecir.

¿CÓMO PREDECIR EN UN ENTORNO VUCA?

A través de la analítica de datos. Cientos de informes publicados en internet señalan a la *data science* como la disciplina y, por ende, la profesión más *sexy* del siglo XXI. Y es que la analítica de grandes volúmenes de datos puede dar respuesta a preguntas de negocio esenciales reduciendo las probabilidades de error. Se trata de innovar con garantías.

ENTORNO VUCA



Fuente: Afi.

Gracias al análisis de grandes volúmenes de datos se puede predecir la respuesta a preguntas como:

- ¿Cómo debo hacer la segmentación de mi cartera de clientes?
- ¿Cuál es la mejor oferta que puedo hacer?
- ¿Cuál es el precio óptimo de mi producto?
- ¿Cuál es la competencia de mi empresa?
- ¿Cuál va a ser la demanda de mi producto mañana?
- ¿Qué riesgo corro de que mi cliente haga un impago?

Esto permite detectar futuros riesgos y ser conscientes de nuevas oportunidades.

CASOS REALES DE ESTRATEGIAS PREDICTIVAS

Los negocios basados en datos -*data driven business*- permiten basar las estrategias de producto en la predicción y personalización de la experiencia del usuario. Amazon es uno de estos ejemplos, que en su caso tiene por objetivo programar las entregas, sobre todo en el sector agroalimentario, antes de que el usuario pida el producto. En base a una analítica de comportamiento basada en los datos de compra y navegación de cada usuario, establecerá cuándo vas a necesitar zumo, detergente, café...

Netflix es otro de los casos más sonados. El problema real que quería resolver la empresa era predecir si a una persona le iba a gustar o no una serie. En esta ocasión, la compañía lanzó un reto a la comunidad *data science* con un premio de un millón de euros para aquellos que consiguieran generar un algoritmo que predijera cuántas estrellas va a asignar un cliente a una serie.

Otro objetivo de las estrategias predictivas es detectar cuándo el producto no está satisfaciendo al cliente,

lo que permite proporcionarle una solución antes de que se dé de baja del servicio, para optimizar los modelos upsell y cross-sell y las campañas de marketing.

¿A QUIÉN AFECTA?

A todas las industrias y sectores. El *data science* no ha sido nombrada la profesión más codiciada y *sexy*, según los informes de empleo, por nada. Las empresas invierten esfuerzos y recursos en encontrar a estos profesionales que no solo entienden de sistemas de ficheros distribuidos, entornos virtuales, Cloudera, Hadoop, Spark, etc. sino que también están orientados al negocio y a la generación de estrategias basadas en pensamiento predictivo.

Las técnicas y tecnologías necesarias para implementar estas estrategias y responder a las demandas que han de ponerse las empresas para poder sobrevivir y crecer en un entorno complejo y atender a un consumidor cada vez más exigente, se imparten en los másteres Afi Escuela de Finanzas. El Máster en *Data Science* y *Big Data* proporciona:

- Una inmersión de elevado nivel técnico en **Big Data**, disciplina que proporciona las herramientas tecnológicas a los *data scientists* **para abordar eficientemente problemas en las bases de datos actuales**, tan ricas en información y variedad.

- Ahondar en las técnicas de analítica modernas desde la perspectiva de aplicación aterrizada a negocio.

Además, para dar los primeros pasos en el mundo del *data*, Afi Escuela de Finanzas organiza este mes de octubre el curso *online* gratuito [Introducción a Data Science en R](#) para aprender a utilizar ese lenguaje, identificar sus características y manejar eficientemente los datos ::

«Blockchain»: ¿el futuro de la financiación de las empresas?



El *blockchain*, que todos conocemos debido al entusiasmo que ha generado en los últimos años la irrupción del *token*, del *bitcoin* o BTC, está reformulando las estructuras corporativas tradicionales. Sin embargo, ¿qué aplicaciones concretas tiene? Hoy en día, una de ellas es permitir a las compañías levantar capital sin necesidad de que un intermediario verifique la transacción asegurando la confianza de la misma. Pero subsisten algunas preguntas: ¿cuán grande es la financiación vía *blockchain*? ¿Es legal? ¿Cómo se contabilizan estas operaciones? ¿Qué aportan a los tipos de financiación que ya conocemos? ¿Tienen usos reales? Y, finalmente, ¿existen alternativas al *blockchain*?

Elisa Marco | Desarrollo de negocio y transformación en Amadeus IT Group

La financiación a empresas como la conocemos está sufriendo una impactante revolución tecnológica. Bancos, fondos de capital riesgo y plataformas de *crowdfunding* entre otros, dan paso a las ICO o *Initial Coin Offering* como alternativa a las IPO, bonos y donaciones. Una ICO es un proceso mediante el cual una empresa genera *tokens* que vende a cambio de una criptomoneda, basado en la tecnología *blockchain* o similares. Es así como Telegram, conocida empresa de mensajería, levantó 1.700 millones de dólares llegando a ser la ICO más exitosa de la historia hasta ahora.

Blockchain, conocido a través de su criptomoneda, el famoso *bitcoin* (BTC) es un tipo de registro distribuido que puede definirse como una tecnología que permite el intercambio de valor sin la necesidad de

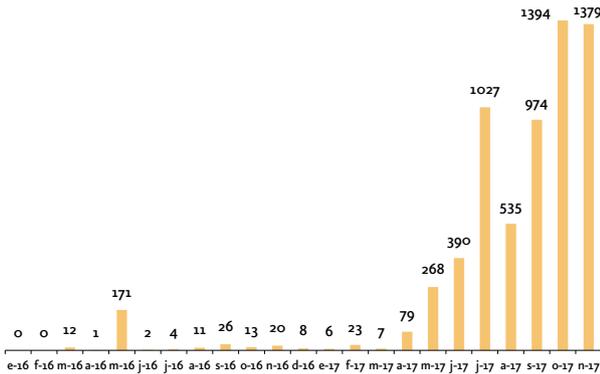
confianza de los intermediarios. El banco intermedia porque tiene nuestra confianza, pero esta se deteriora cuando surgen crisis. La consecuencia de esa falta de confianza es la retirada masiva de fondos.

La capitalización global de las criptomonedas es hoy de unos 200.000 millones de dólares. En 2017 hubo 867 ICO que levantaron un total de 6.100 millones de dólares. En junio de 2018 ya eran 916 las ICO registradas, por valor de alrededor de 5.800 millones de dólares.

HAY TRES PUNTOS POSITIVOS Y TRES PUNTOS NEGATIVOS DE LAS ICO HOY EN DÍA

Las ICO están en auge porque son una nueva forma de levantar capital de manera eficiente y transparente.

Fondos levantados por las ICOs entre 2016 y 2017 (Millones de dólares)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Visual Capitalist.

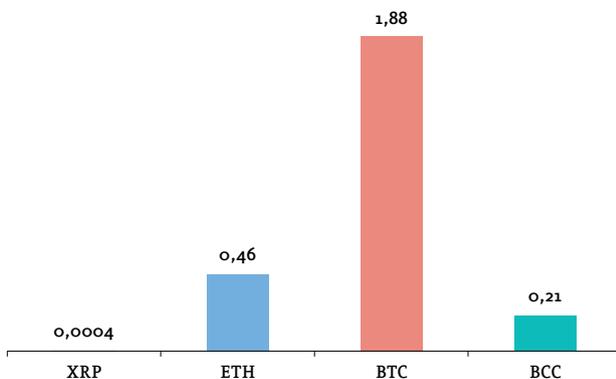
Son además una solución para la falta de acceso a los mercados de capitales para las compañías *early-stage*. Finalmente, tanto inversores particulares como institucionales se involucran cada vez más encontrando sinergias que añaden valor a sus negocios.

Las ICO necesitan que tanto la regulación como la contabilidad se adapten a la innovación. Es necesario que los grupos de interés sean conscientes de los valores y principios del autogobierno para hacer desarrollos, así como para gestionar de manera constructiva no limitándose a objetivos especulativos, como se ha dado en el caso del BTC. Por último, *blockchain* tiene limitaciones técnicas que es necesario superar para evitar insuficiencias o prácticas poco éticas, como los *hackeos*.

EL PROBLEMA DE LA FALTA DE REGULACIÓN ES TAMBIÉN LA SOLUCIÓN

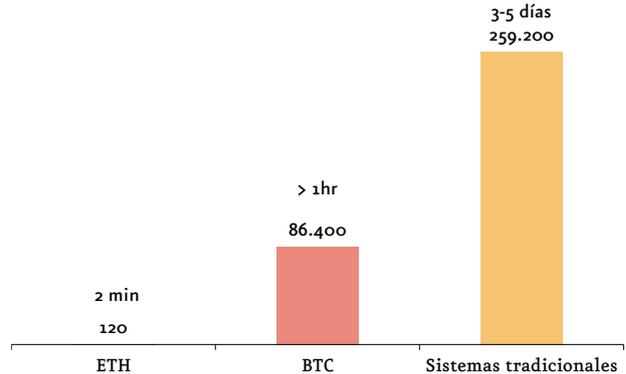
De alguna manera, la falta de regulación da pie a la innovación. El movimiento *FinTech*, por ejemplo, surge de ahí. Hasta hace poco, esperábamos 2-3 días labo-

Coste por transacción entre las diferentes criptomonedas (Dólares)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Ripple.

Tiempo por transacción entre las diferentes criptomonedas (Segundos)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Coinscent.

rales para recibir una transferencia bancaria. A su vez, teníamos que introducir datos tediosos, como el IBAN, desde la interfaz del ordenador. Desde el surgimiento de las *FinTech* como N26 o Revolut, estas se pueden hacer con un mínimo de datos y de forma instantánea desde el *Smartphone*.

BLOCKCHAIN ES EL INICIO DE LA DEMOCRATIZACIÓN DEL LEVANTAMIENTO DE CAPITAL PARA EMPRESAS EN SU ETAPA DE INICIO

Contrariamente a las formas intermediadas por los bancos o los fondos de capital riesgo, las ICO pueden ser accesibles a inversores no acreditados. De esta forma con rasgos similares al del *crowdfunding*, se democratizan tanto el acceso a la financiación como el acceso a la inversión o donación excluyendo comisiones de intermediación.

EL PROBLEMA DE LA CONTABILIDAD NO ES TAN GRANDE CUANDO SE ANALIZA POR PARTES

Al fin y al cabo, la tokenización podría caer bajo uno de los siguientes paraguas que ya recoge la contabilidad actual:

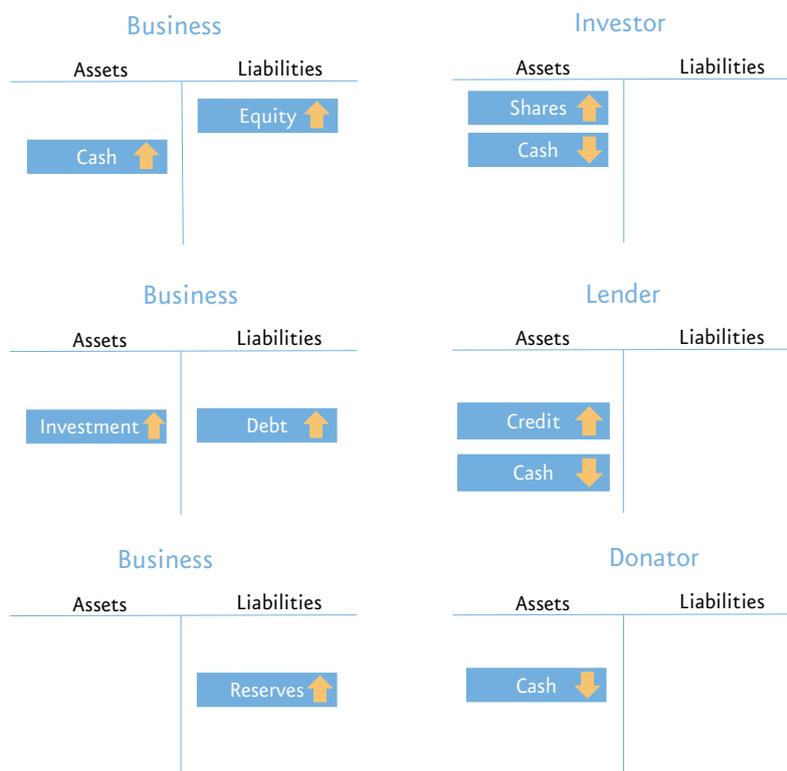
- Como capital, asimilable a una acción, daría privilegios de voto o de dividendo al inversor. Sería contabilizado como un aumento de capital y estaría bajo las normas de la CNMV.

- Bajo forma de deuda, el *token* daría derechos futuros o acceso previo al prestamista. Supondría un aumento del crédito y estaría bajo las normas fiscales, anti-blanqueo de capitales y prevención de financiación terrorista (AML/CFT).

- Un ingreso sería asimilable a una donación y contabilizado como un aumento de reservas en la empresa receptora. El donante no tendría derechos o acceso a los productos y servicios y estaría bajo la AEAT.

Sin embargo, al ser el *token* alegal, no está definido ya sea como acción, deuda o donación. Por ello, la

CONTABILIZACIÓN DE LOS DIFERENTES TIPOS DE *TOKENS*



Fuente: elaboración propia.

regulación tiene que evolucionar y devenir más precisa en este aspecto.

NO ES UNA ALTERNATIVA A LOS BANCOS O FONDOS DE CAPITAL RIESGO, ES UNA HERRAMIENTA

En definitiva, las cadenas de bloques son un medio que facilita el mundo de las finanzas y no una solución por sí solas. Amazon no sería lo que es sin internet; ha devenido la cuarta empresa más grande del mundo por valor de mercado. En este ejemplo, los bancos son los antiguos distribuidores, con relaciones one-to-one y una experiencia de usuario pobre. Amazon disrumpe el sector de la distribución, crece a pasos agigantados y comienza a competir incluso con los bancos gracias a sus efectos de red y su cultura de cliente.

LA CONTRIBUCIÓN A LAS FINANZAS VA MÁS ALLÁ DE LAS ICO

BBVA y Repsol ya se hacen préstamos instantáneos de grandes sumas de dinero. Asimismo, el Banco Santander a través de su fondo de capital riesgo Santander Innoventures, ya tiene una gran participación en Ripple (XRP) y lo utiliza para las transferencias ultrarrápidas entre otras cosas.

NO SOLO EXISTE EL *BLOCKCHAIN* DEL *BITCOIN* QUE TODOS CONOCEMOS

Otros registros distribuidos retan las limitaciones de coste energético y escalabilidad que presenta *blockchain*. Hedera Hashgraph, una alternativa a *blockchain*, es un ejemplo que lucha contra la prioridad que los mineros dan a las transacciones con las que más ingresos obtienen, declarándose así más justa. También es más rápida, pues no todos los nodos se actualizan simultáneamente, sino que lo hacen progresiva y aleatoriamente.

Pero, ¿cuál será la madre de las diferentes cadenas de bloques? Las webs son para la información lo que *blockchain* es para la veracidad de los datos. Pero, si Internet es la madre de las webs, ¿cuál será la madre de los registros distribuidos?

Existen artículos especializados que ya hablan de un *Holochain*: la centralización de la descentralización. Este permitiría el acceso a los distintos registros distribuidos que existen o existirán. Los más conocidos son el *blockchain*, Hedera Hashgraph y Tangle.

La democratización del acceso al capital y a la inversión está por llegar, no sin antes madurar en términos regulatorios, contables y de autogobierno entre otros. Por último, no olvidemos que esta tecnología tiene muchas otras aplicaciones más allá del sector financiero ::

Nota: este artículo es un extracto del trabajo de fin de curso del Master in Finance 2017-2018, Afi Escuela de Finanzas.

30 años de transformación en medios de pago



El mundo de los medios de pago ha sido referente en innovación tecnológica en el conjunto del sector financiero. Las últimas tres décadas son un claro reflejo de los cambios a los que se ha visto sometida la forma en que pagamos en España. No obstante, la gradual sustitución del uso del efectivo por medios de pago electrónicos alternativos sigue siendo una asignatura pendiente en España.

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

Pagar es un gesto que todos y todas realizamos de forma cotidiana. Para su realización existen hoy multitud de soluciones a nuestra disposición, muchas de ellas inexistentes en 1987. No en vano, el negocio de los medios de pago es, ha sido y con toda probabilidad seguirá siendo, el vertical de los servicios financieros con mayor intensidad innovadora, en una industria –la financiera– innovadora por naturaleza.

A pesar de ello, en España seguimos realizando un uso muy intenso del efectivo para efectuar pagos cotidianos, más aún teniendo en cuenta el elevado nivel de bancarización, el equipamiento prácticamente universal de la población con medios de pago alternativos al efectivo (pagos desde cuenta, tarjetas de pago, etc.) y una extensa red de disposición (cajeros automáticos y terminales de punto de venta).

Culminar con éxito cualquier transacción económica pasa porque la población disponga de, y los proveedores de bienes y servicios acepten, medios de pago universales, confiables y exentos de fricciones en su uso, para lo cual es imprescindible contar con sistemas de pago. El Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI), los define como «el conjunto de instrumentos, procedimientos y reglas para la transferencia de fondos entre los participantes en el mismo».

La inserción de España en la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA, por sus siglas en inglés) ha intensificado tanto la presión regulatoria como innovadora en el

ámbito de los pagos, abriendo el mercado a nuevos agentes e intensificando asimismo la competencia, especialmente tras la aprobación a finales de 2015 de la renovada Directiva de Servicios de Pago (en adelante, PSD2), que debía haber estado traspuesta en nuestro ordenamiento jurídico en enero de 2018.

CÓMO PAGAMOS EN ESPAÑA: 1987-2017

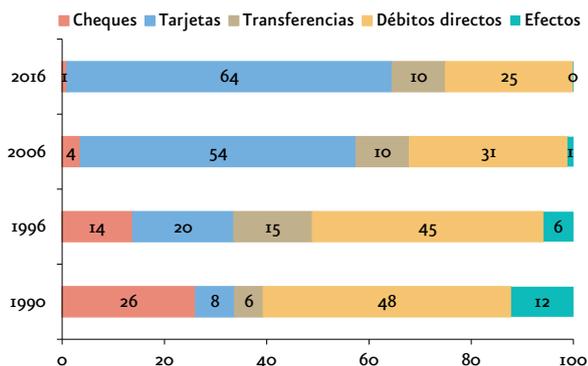
España se encuentra en fase temprana de transición hacia una sociedad libre de efectivo, ya que su uso sigue estando muy extendido. Más bien, la dependencia del efectivo sigue siendo muy grande en España.

A pesar de ello, otros medios de pago sustentados en papel como el cheque o los efectos comerciales están reduciendo su presencia a un ritmo acelerado. De representar una de cada cuatro transacciones de pago de bajo valor por medios distintos al efectivo en 1990, hoy los cheques bancarios apenas representa el 1%. Por su parte, las transferencias bancarias han sido el canal que más ha crecido en los últimos treinta años en cuanto a transaccionalidad de valor (hoy concentran cerca del 60% del valor de las transacciones de pago, mientras que apenas alcanzaban el 9% en 1990). Medido por volumen de operaciones, son las tarjetas de pago las que de forma indiscutible están concentrando la transaccionalidad (64% en 2016 vs 8% en 1990).

A pesar de este importante avance en el uso de las tarjetas de pago, fue apenas en marzo de 2016 cuando en España se registró el hito histórico de que estas movilizaran

Uso de medios de pago para pequeños pagos España, 1996, 2006, 2016

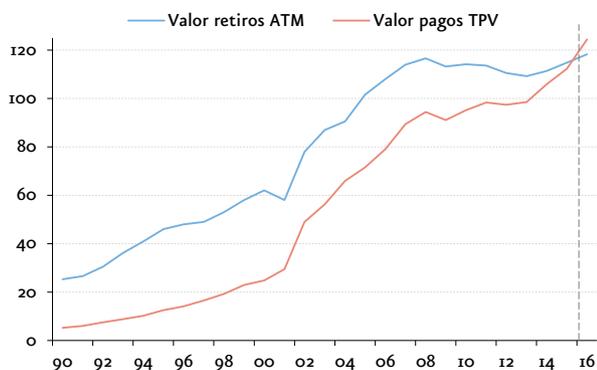
(% total operaciones)



Fuente: Afi, Banco de España y Banco Central Europeo.

Valor pagos en TPV vs Valor retiros en ATM

(miles de millones de euros)



Fuente: Afi, Banco de España y Banco Central Europeo.

más recursos en su función de medio de pago en TPV que como medio de retiro de efectivo en cajeros automáticos. Si bien es un hecho muy relevante, se ha alcanzado en España muchos años después y a un ritmo mucho más tímido que otros países europeos de nuestro entorno.

EL RETO DE LA NUEVA DIRECTIVA EUROPEA DE SERVICIOS DE PAGO Y LOS NUEVOS AGENTES

La piedra angular del futuro inminente de los pagos minoristas en España es la PSD2¹, que busca dinamizar y mejorar el aún fragmentado mercado europeo de pagos mediante un conjunto de medidas, entre las que destacan:

- **La mejora de la protección de los consumidores** frente al fraude, abusos e incidentes en los pagos mediante requerimientos de seguridad más rigurosos, como la autenticación obligatoria en pago online.

- **La promoción de la competencia**, presentando como elemento fundamental el mandato del *Access to the Account* (XS2A), esto es, el otorgamiento de permiso a los PSP terceros (TPP, *Third Party Payment Service Providers*) de acceso a las cuentas de pago de los clientes de una entidad de crédito en-

cargada de su mantenimiento –a través de API (*Application Programming Interface*)– previa autorización del titular de la cuenta. Los servicios que podrán prestar estos TPP son:

- Servicios de comprobación de existencia de fondos;
- Servicios de Iniciación de Pago (SIP), en los que un TPP puede iniciar pagos instruyendo a la entidad de crédito que aloja la cuenta que envíe el pago desde la cuenta del usuario, debiendo ser el pago procesado con el mismo nivel de servicio que el usuario recibiría si hubiera iniciado el pago directamente; y
- Servicios de Información de Cuenta (SIC), en los que un TPP puede acceder a la información de la cuenta del usuario, información que la entidad de crédito que aloja la cuenta debe facilitar, quedando pendiente de reglamentación el detalle específico de qué información deberá ser facilitada.

Las entidades de crédito están preparándose para permitir el acceso a cuentas a TPP –desarrolladores, *start ups* y otros agentes autorizados del ecosistema– a través de API sustentadas en estándares de *Open banking*.

CÓMO PAGAREMOS EN 2030

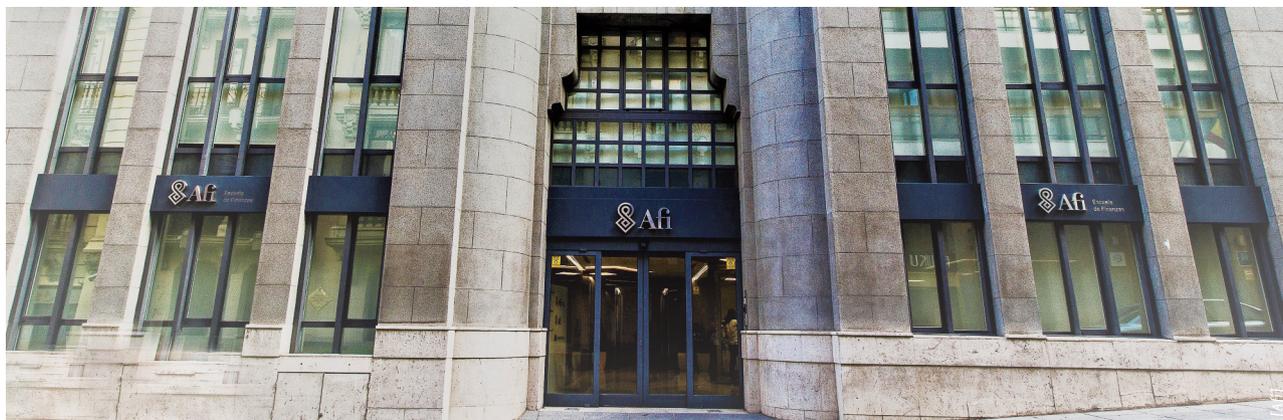
Si los últimos 30 años hemos incorporado la domiciliación, la transferencia y el pago con tarjeta en nuestro día a día, en detrimento del cheque, los efectos comerciales y en menor medida, del efectivo –cuyo uso no para de crecer– es difícil prever cómo pagaremos en los próximos 10 años, teniendo en cuenta la velocidad a la que se están sucediendo las innovaciones, tanto regulatorias como de oferta, que amplían día a día las opciones que tenemos a disposición.

Probablemente la tarjeta de débito pierda valor en la medida en que podremos pagar en comercios directamente desde nuestra cuenta bancaria con pagos inmediatos. La tarjeta de crédito (física o virtualizada) por su funcionalidad de financiación al consumo, seguirá existiendo hasta el momento en que pueda ser sustituida por otra solución tan disruptiva como en su día lo fue el plástico y las reglas de intercambio y adquirencia que subyacen.

Y todo ello, sin haber hecho siquiera mención al presente y futuro del e-cash (digitalización de monedas y billetes, como ya está explorando el Banco Central de Suecia, y otros bancos centrales), las criptomonedas, los avances en autenticación biométrica que eliminarán las fricciones de muchos de los procesos de identificación y autenticación hoy más habituales (contraseñas, códigos de verificación, etc.), el *big data* y la inteligencia artificial que contribuirán a predecir comportamientos de pago, o la Internet de las Cosas y la generación de volúmenes ingentes de pagos autónomos sin necesidad de ordenarlos de forma consciente.

Todas estas soluciones, no obstante, tendrán que ser mucho mejores –confiables, cómodas, aceptadas– que el efectivo, para garantizar su adopción y uso universal ::

¹ Por la que se modifican las Directivas 2002/65/CE, 2009/110/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) 1093/2010 y se deroga la Directiva 2007/64/CE.



Pasión por el conocimiento

Desde Afi seguimos apostando por la formación y el conocimiento, organizando en nuestra sede conferencias y eventos tan diversos como «Mujeres que transforman», el «Big Data Night» o la colaboración con el «Día de la educación financiera».

Juan Cardenal | Redactor del área de Comunicación de Afi

Desde hace 25 años en Afi se apostó con fuerza por la enseñanza asociada a las finanzas y la economía, convirtiéndose rápidamente en uno de los pilares principales de la organización. Además, este esfuerzo también se traduce en conferencias gratuitas dirigidas tanto a empleados de Afi como a personas externas que puedan estar interesadas en las temáticas abordadas.

Y la inauguración del curso 2018-19, tras el mes de agosto, no ha hecho sino reafirmar esto: en la sede de Afi se han organizado conferencias de los asuntos más diversos, contando con expertos que aportan siempre ideas y conceptos novedosos para que los asistentes abandonen el recinto con la certeza de que han aprendido algo nuevo sobre la temática de la conferencia.

LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA, CON RAFAEL MYRO

La primera de las conferencias fue la protagonizada por **Rafael Myro**, Catedrático de Economía Aplicada en la Universidad Complutense de Madrid, acerca de «**La internacionalización de la empresa española**», que tuvo lugar el día 26 del pasado septiembre, enmarcada en el 30 aniversario de Afi. En la charla, que fue presentada por Emilio Ontiveros, Myro detalló los puntos más im-



Rafael Myro durante la conferencia «La internacionalización de la empresa española».

portantes en ese proceso, comenzando por el enorme crecimiento de las exportaciones, muy especialmente tras la entrada de España en la Unión Europea, y el bache que supusieron los años más cruentos de la crisis, del que nuestra economía ya se ha recuperado en cuanto a las exportaciones respecta. Pero, incluso por encima de las exportaciones, Rafael Myro destacó el crecimiento en las inversiones que han realizado las empresas españolas en el extranjero, con un crecimiento desde 1999 muy por encima de otros grandes países europeos como Alemania, Francia, Inglaterra o Italia.

BIG DATA NIGHT, CON DANIEL VILLATORO



Daniel Villatoro durante su exposición en el evento «Big Data Night».

La segunda conferencia del mes de septiembre estuvo enmarcada en la serie «**Big Data Night**» que se celebró justo al día siguiente, el 27 de septiembre. Esta charla tuvo un gran éxito de asistencia, con aforo completo, además de una gran cantidad de personas que pudieron seguir la conferencia vía streaming, y así disfrutar del conocimiento de Daniel Villatoro, *Chief Data Officer de Openbank*, quien ilustró a la audiencia acerca de cómo diseñar un producto bancario a partir de los datos. Villatoro confesó que en España ya está comenzando a dársele la debida importancia al *big data*, ahora que las empresas comienzan a darse cuenta de la importancia de utilizar la cantidad masiva de datos que generan para analizarlos y sacar conclusiones con la que optimizar los negocios. También aclaró que en España todavía no existen suficientes profesionales cualificados (*data scientist*) para gestionar y analizar los datos de manera óptima, aunque también va aumentando el número a medida que el análisis del *big data* se populariza.

EMPREDIMIENTO PARA GENTE QUE NO QUIERE CREAR UNA EMPRESA, CON JOSÉ A. HERCE

El 28 del mes pasado se iniciaron los eventos que se enmarcan en la celebración del Día de la Educación Financiera, promovido por la iniciativa Finanzas para Todos de Banco de España y CNMV. Fundación Afi, que ha sido orgulloso miembro desde su inicio hace tres años, no se quedó atrás en cuanto a eventos relacionados con la festividad, estirando el «día» en más de una semana de eventos relacionados. Es por ello que se volvió a dar uso a las instalaciones de Afi Escuela de Finanzas para poder dar charlas pedagógicas sobre la importancia de la educación financiera a todas las edades.

En el último día laborable de septiembre José A. Herce, director asociado de Afi, charló con alumnos de formación profesional de la escuela Edith Stein acerca de «**Emprendimiento para gente que no quiere crear una empresa (un intento desesperado para que se lo piensen)**» en la que detalló tanto el funcionamiento, como los pros y contras de fundar una empresa propia,



José Antonio Herce durante su charla con los alumnos de la escuela Edith Stein.

además de describir las obligaciones que un buen empresario y líder debe tener con su entorno tanto interno como externo. También reveló a los alumnos cuáles son los sacrificios que son necesarios cuando se emprende y de las consecuencias que se pueden sufrir en caso de que las cosas no salgan bien.

MUJERES QUE TRANSFORMAN: LOS RETOS DEL SECTOR TECNOLÓGICO, CON CRISTINA ARANDA Y CARMEN GARCÍA

El martes 2 de octubre fue cuando recibimos a **Cristina Aranda**, directora de Marketing en Intelygenz y fundadora de Mujeres Tech & Aliados, y a **Carmen García**, directora de Soluciones Cognitivas para Banca y Seguros en IBM, para la conferencia «**Mujeres que transforman: los retos del sector tecnológico**», una conferencia moderada por Emilio Ontiveros donde las dos ponentes detallaron su experiencia profesional y cómo veían el panorama en las empresas tecnológicas, tanto a nivel de innovación como de igualdad de género.



De izquierda a derecha Cristina Aranda, Emilio Ontiveros y Carmen García.

Ambas coincidieron en que el mundo tecnológico es, en gran parte, un mundo de hombres, donde se necesita trabajar desde muy pronto para captar el interés de las mujeres mediante la creación de modelos a seguir que puedan atraerlas a estudios asociados. También destacaron la importancia de apostar por la I+D+i para superar las crisis que puede sufrir cualquier empresa, y por una captación de talento inclusiva y diversa que no distinga por género ::



«Los bancos, por término medio, cargan un 11% de la cantidad enviada por los emigrantes a su país de origen, mientras que las nuevas plataformas digitales alrededor del 5%.»

El misterio de las remesas de emigrantes

Las remesas de emigrantes suman casi 600.000 millones de dólares al año y suponen para algunos países su principal fuente de divisas. Se trata de una actividad que genera cuantiosos beneficios a los intermediarios que facilitan este tipo de transacciones. A expensas de los bancos, las redes de transmisión de remesas con establecimientos propios (Western Union, por ejemplo) y las nuevas plataformas puramente digitales (WorldRemit, TransferWise, Remitly) han crecido rápidamente durante los últimos años. La cuota de mercado de los bancos era de un 22% en 2016, muy por debajo del 34% de 2011.

Lo misterioso en la evolución de este subsector financiero es que los bancos todavía acaparen una quinta parte del mercado cuando sus servicios son mucho más caros y de menor calidad. Los datos del Remittance Prices World Wide y del Banco Mundial muestran que los bancos, por término medio, cargan un 11% de la cantidad enviada por los emigrantes a su país de origen, mientras que las redes de transmisión tradicionales un 8% y las nuevas plataformas digitales alrededor del 5%, por término medio. Tramitar una remesa a través de un banco no es solamente más caro, sino que mucho más lento, uno de los indicadores más importantes de calidad del servicio. Por ejemplo, solamente un 9% de las

transacciones mediadas por bancos se verifican en menos de una hora, comparado con un 75% de las realizadas a través de las plataformas digitales, y casi un 50% tardan entre tres y cinco días comparado con el 13% de las plataformas. ¿Por qué hay una quinta parte del mercado que prefiere pagar más y esperar más tiempo?

Hay distintas posibles explicaciones de este fenómeno. La primera es que los emigrantes de mayor edad son más proclives a usar el canal tradicional, quizás porque confían más en los bancos o porque no se sienten cómodos con el canal digital. Otra posibilidad es que para cantidades grandes se prefiere acudir a un banco. O quizás el dinero a enviar reside en una cuenta bancaria y resulta mucho más sencillo realizar la transacción a través del mismo banco. También es posible que los bancos sean especialmente efectivos a la hora de persuadir a sus clientes de emplear el abanico completo de servicios que ofrecen, lo que se suele denominar *bundling*.

El ejemplo de las remesas ilustra varios aspectos importantes de los nuevos modelos de negocio en la economía digital. El primero es que su proposición valor-precio puede ser muy superior a la de los modelos tradicionales, sobre todo en sectores como la banca donde los costes fijos son tan elevados. El segundo se refiere a la di-

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

versidad de preferencias en el mercado, que pueden permitir sobrevivir a los modelos tradicionales. Esas preferencias pueden venir dadas por la edad o por el conjunto de las necesidades que el cliente quiere satisfacer con un solo proveedor de servicios.

La evolución de los servicios financieros digitales continuará transformando el panorama general

del sector bancario. En todo lo concerniente a los servicios más transaccionales, los bancos tendrán cada vez más dificultad para mantener su cuota de mercado. Solamente el *bundling* o una oferta asociada de servicios de valor añadido podrán mantener su competitividad con respecto a las nuevas plataformas digitales ::



«Los registros de crecimiento del PIB en EE.UU. durante 2018 son claramente superiores a los experimentados entre 2009 y 2017.»

Amenaza de fricción

Los últimos datos de actividad correspondientes a la economía estadounidense ponen de manifiesto que el ritmo de expansión del PIB durante el tercer trimestre del 2018 (3T18) $-4,2\%$ en tasa trimestral anualizada, inusualmente elevado debido a una aportación extraordinaria del sector exterior, en particular en las exportaciones de materias primas agrícolas-, ha seguido siendo muy elevado. En efecto, el indicador sintético o *tracker* de crecimiento del PIB que calculamos en Afi apunta a una expansión de la actividad a un ritmo cercano al $4,0\%$ en tasa trimestral anualizada para este período. La estimación o *nowcast* de crecimiento de la Fed de Nueva York arroja un $2,3\%$, mientras que el indicador *GDP Now* de la Fed de Atlanta se sitúa en un $4,1\%$.

Los registros de crecimiento del PIB en EE.UU. durante 2018 son claramente superiores a los experimentados entre 2009 y 2017 (en media un $2,2\%$ anual), pudiendo explicarse en gran medida por la introducción de los estímulos fiscales aprobados por la administración Trump a finales del año pasado. La mayoría de estimaciones apuntan a que el efecto conjunto de los recortes de impuestos a hogares y familias y el aumento del gasto público explicarían la intensa aceleración del crecimiento en 2018. Un tercer factor que, en un segundo plano, estaría

contribuyendo a la mayor expansión de la actividad (sobre todo en relación al consumo privado) sería el efecto riqueza que imprimen las sustanciales revalorizaciones de activos financieros (en mayor medida) e inmobiliarios. En estas condiciones, un crecimiento de la economía de los EE.UU. a ritmos cercanos, o incluso superiores, al 3% en 2018 y 2019 es un escenario con probabilidad elevada.

No podemos descartar, además, que buena parte de los estímulos se mantengan por más tiempo del inicialmente pensado. Aunque el aumento de gasto extraordinario expira en 2019, es probable que las rebajas de impuestos, en línea con la tradición en aquel país, se hagan permanentes, con independencia de qué partido controle la Cámara de Representantes tras las elecciones de medio mandato que se celebrarán a principios de noviembre, aunque más probablemente si los republicanos mantienen su mayoría en dicho órgano.

Este elevado crecimiento coincide con un grado de utilización de la capacidad instalada, sobre todo en lo relativo al factor trabajo, muy elevado. Hasta ahora el mercado laboral estadounidense ha respondido al *shock* de demanda con el suficiente aumento de la oferta de trabajo para que las presiones salariales no sean demasiado significativas (en 2018 el ritmo de cre-

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

cimiento de los salarios en el sector privado se sitúa en el entorno del 2,8%). En cualquier caso, la tasa de paro se encuentra ya en niveles del 3,7%, por debajo de cualquier estimación de la NAIRU (tasa de paro no aceleradora de la inflación, por sus siglas en inglés *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*). Si, como parece, en lo que resta de 2018 y 2019 el crecimiento del PIB ronda el 3%, la creación de empleo seguirá en el entorno de los 200 mil empleos al mes. En estas condiciones, o se produce un aumento de la oferta en el mercado laboral de similar magnitud –ya sea en el número de personas vía un alza de la tasa participación, o bien en el número de horas trabajadas a través de mayor empleo a tiempo completo– o la productividad tenderá a crecer por encima de la media de los últimos años, presionando al alza en mayor medida el crecimiento de los salarios; o una mezcla de ambos efectos.

En tanto en cuanto el principal componente y determinante de la inflación subyacente son las presiones salariales, el riesgo para ésta última variable en el horizonte de los próximos 12-18 meses se sitúa con claridad al alza. Las actuales proyecciones de la

Reserva Federal no descuentan una aceleración de la inflación subyacente (medida a través del deflactor del consumo privado o *core PCE*) más allá del 2,1% en el horizonte 2018-2020. En paralelo, la mediana esperada por el FOMC de la Fed (Comité Federal de Mercado Abierto, en inglés *Federal Open Market Committee*) para los *Fed Funds* se sitúa ligeramente por encima del 3,25% en 2019, frente al 2,125% actual y al 2,875% descontado por el mercado.

Por tanto, una sorpresa al alza en la inflación en próximos meses y/o un cambio al alza de previsiones para esta variable por parte de la Fed corre el riesgo de provocar una corrección relativamente intensa de expectativas de subida de tipos de interés de corto plazo, y su transmisión a los tramos largos de la curva de tipos. Sin una revisión adicional de las tasas esperadas de crecimiento de beneficios, que en nuestra opinión cotizan ya una expansión robusta, los actuales precios de bolsa y crédito corporativo (junto con los de activos de países emergentes más endeudados en dólares) corren el riesgo de entrar en fricción con los tipos de interés ::



Svetlana Aleksievich, «pintora de la voz»

«Su primera gran obra que os recomiendo se titula ‘La guerra no tiene rostro de mujer’, en la que relata el papel de las mujeres rusas en la II Guerra Mundial.»

A lo largo de la historia de la humanidad, solo los hechos que han sido narrados han trascendido y se han immortalizado. La palabra cobra vida y trasciende cuando hay un soporte que lo registra y lo immortaliza. Durante muchos años el único instrumento fue la escritura, si bien hoy en día cualquier soporte digital, bien sea texto, bien sea voz o vídeo, es útil.

Es por ello que los periodistas y escritores han tenido un papel fundamental en el discurrir de los tiempos, en la cultura y en la forma de entender lo sucedido. Con sus testimonios y su narrativa han conseguido sin duda cambiar las cosas, dejar testimonio para que no se vuelvan a cometer los mismos errores.

Hoy quiero hablarles de una mujer, Premio Nobel de Literatura 2015, Svetlana Aleksievich, escritora, periodista y maestra bielorrusa.

Su primera gran obra que os recomiendo se titula «La guerra no tiene rostro de mujer», en la que relata el papel de las mujeres rusas en la II Guerra Mundial, gracias a numerosas entrevistas realizadas en ese vasto país. Casi un millón de mujeres combatieron en las filas del Ejército Rojo durante la II Guerra Mundial, pero su historia nunca había sido contada hasta entonces. Este libro reúne los recuerdos de cientos de mujeres que fueron francotiradoras, condujeron tanques o trabajaron en hospitales de campaña. Estas mujeres, la mayoría por primera vez en sus vidas, cuentan la parte no heroica

de la guerra, a menudo ausente de los relatos de los veteranos. Hablan de la suciedad y del frío, del hambre y de la violencia sexual, de la angustia y de la sombra omnipresente de la muerte.

En otra de sus obras, «Los chicos de zinc», relata testimonios de madres de soldados que participaron en la guerra de Afganistán, una forma de entender no solo la pesadilla de los soldados, sino también el calvario que viven los familiares de los hombres y mujeres desplazados en la guerra.

Y en su libro «Voces de Chernóbil» expone el sufrimiento y el heroísmo de quienes se sacrificaron en esta horrible catástrofe.

Ha sido su espíritu crítico, su profundo compromiso con los que sufren, su lealtad a sus valores y principios en situaciones políticas incluso dramáticas, los que le han llevado a ser galardonada con numerosos premios, entre ellos el Premio Nobel de Literatura (2015), el Premio Ryszard-Kapuscinski de Polonia (1996), el Premio Herder de Austria (1999), el Premio Nacional del Círculo de Críticos de Estados Unidos (2006), el Premio Médicis de Ensayo en Francia (2013) y el Premio de la Paz de los libreros alemanes (2013). Además, es oficial de la orden de las Artes y las Letras de la República Francesa.

Os invito a que contéis y dejéis por escrito vuestros pensamientos para el futuro, vuestras ideas, vuestra forma de pensar. Porque como decía Voltaire: «la escritura es la pintura de la voz» ::



«En Suecia, en el momento en que naces a la actividad laboral, la Seguridad Social sueca te abre una “cartilla” y te va anotando las cotizaciones que haces cada día.»

Pensiones IX: ¿y si nos hacemos los suecos con las pensiones?

Que yo recuerde, «hacerse el sueco» equivalía a desentenderse de algo que te concernía o hacerse el distraído en general. Según las explicaciones más canónicas ([Fundación de la Lengua Española](#)), la palabra sueco deriva de «soccus», especie de zapatillas utilizadas en las comedias clásicas, palabra que después derivó en zueco o, más genéricamente, tarugo de madera, zoquete... y la expresión vino a referirse a «hacerse el tonto». Pero tampoco faltan referencias a cierto hábito de los marinos suecos de hace siglos que desatendían los requerimientos que se les hacían en los puertos al desconocer la lengua en la que les hablaban.

Pues bien, nada de esto quiero evocar utilizando esta expresión en el título de esta tribuna. Más bien todo lo contrario. Ya sabrán que en Suecia, en la década de los noventa del siglo pasado, y justamente con motivo de una crisis bancaria y presupuestaria tan catastrófica como la que hemos experimentado recientemente, se introdujo una importantísima reforma de su sistema de pensiones que ha legado al debate contemporáneo el modelo de «Cuentas Nacionales».

Tan escasamente ha calado esta expresión en nuestro debate patrio que a menudo, en vez de lo de «nacionales» nos encontramos con lo de «nacionales», «Cuentas Nacionales»... y todo el mundo asiente.

En España y en muchos otros países, la Seguridad Social te anota las bases por las que cotizas cada día y los días que cotizas, coge lo que has cotizado cada día y se lo gasta a fin de mes en pagar las pensiones y los restantes gastos que tiene. Y tira millas. Esa es «tu cuenta», por llamarla de alguna manera, de pensiones para toda tu vida laboral hasta que te jubilas. No hay más nada.

Cuando te jubilas, se fija en la edad que tienes, recupera la cuenta anterior, lo adereza todo con un poco de actualización de las bases de cotización pasadas con el IPC, unos cuantos puntos de penalización si te jubilas demasiado pronto, algunos menos si te jubilas demasiado tarde, sopla y obtiene una pensión mensual que te paga catorce veces al año, vitaliciamente, con lo que los cotizantes de cada momento abonan, y ya te va diciendo cada cierto tiempo cómo la va a actualizar. Esta otra cuenta, muy importante, eso sí, se hace en un periquete.

En Suecia es diferente. En el momento en que naces a la actividad laboral, la Seguridad Social sueca te abre una «cartilla» (también te la lee, ojo) y te va anotando las cotizaciones que haces cada día.

iGoooong... primeeera difereenciaaaa! Te abren una cuenta individual tuya, para ti, para siempre. Y te anotan todas y cada una de las coronas

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

suecas que habéis pagado tú y tu empleador, si lo tienes. No las bases por las que has cotizado y eso, no. Las coronas suecas que has pagado. ¿Estamos? Tú puedes pensar que para qué, pero ellos te las anotan en la cartilla, por si acaso.

Cada año que pasa has abonado una cierta suma de cotizaciones que se une a la acumulada hasta el año anterior y esta última se incrementa con una especie de rentabilidad a un tipo de interés denominado «tanto notional», no nacional, atento, que ya te habrán comunicado con antelación. Como es la Seguridad Social, que sigue existiendo, ese tipo de rentabilidad notional no es ni el del banco central de Suecia ni el de ningún otro banco, sino un tipo teórico que está ligado al crecimiento de los salarios. Y tu cuenta individual va engordando mientras trabajas y también con ese tipo de interés notional que actúa como el interés compuesto. Esto es muy bonito, la verdad, nada menos que el interés compuesto.

Así (siguen cálculos ilustrativos), si has trabajado 40 años y cada mes has cotizado unas 5.000 coronas suecas (650 euros) a un tipo de cotización efectivo del 14,9% (estimaciones de la OECD), y te han dado un tipo notional del 2,5%, acabas reuniendo un capital de 4,4 millones de coronas suecas (unos 575 mil euros). Eso te garantiza una pensión de la Seguridad Social de unas 22.100 coronas al mes (2.850 euros el mes).

¡Gooong... seguunda difereenciaaaa! La Seguridad Social sueca no te aplica una fórmula arcaica e insondable como la española, simplemente convierte tu capital de cotizaciones, aumentado con el tipo de rendimiento notional, en una renta vitalicia mediante una simple fórmula financiero-actuarial sin trampa ni cartón. Es decir, que a diferencia de lo que sucede con la fórmula española, existe una clarísima

vinculación entre lo cotizado (no las bases de cotización) y lo percibido en forma de pensión para el resto de tu vida. Entre otras cosas, y aquí está el chiste, estas pensiones son sostenibles porque se calculan sobre la base de lo efectivamente cotizado según el criterio de «contribución definida» y sin embargo, la Seguridad Social notional sueca sigue siendo de reparto.

¡Qué bonito! O sea, con un tipo de cotización que es 10 puntos porcentuales inferior al español, el sistema sueco te permite acumular un capital notional de cotizaciones que figura anotado en tu libreta, y luego te da una pensión vitalicia asegurada de algo más de 22 mil coronas mensuales calculada sobre ese capital notional. Esta pensión representa el 55,8% del salario medio, mientras que en España la tasa de sustitución pensión/salario es del 80%. Por eso, entre otras cosas, es insostenible nuestro sistema, mientras que el suyo lo es, además de por esto, porque calcula sus pensiones, como se decía, de forma que sean sostenibles en el largo plazo, en virtud del criterio de «contribución definida».

Como la pensión de la Seguridad Social notional sueca es insuficiente respecto al salario al que reemplaza, el sistema incorpora un tramo de pensión de capitalización pública obligatoria que se financia con una cotización del 2,9% sobre la misma base de cotización que la pensión notional. Y, por último, mediante un sistema cuasi obligatorio de pensiones de empleo que engloba al 90% de los trabajadores, estos ahorran a través de un sistema de empleo que aporta una tercera pensión complementaria. Entre todas estas figuras, los trabajadores suecos, a su jubilación, logran recuperar el 80% de su último salario con esquemas sostenibles y suficientes. En materia de pensiones, ¡deberíamos hacernos los suecos! ::



«La crisis ha debilitado la identificación de Europa con la prosperidad, ha posibilitado la emergencia de opciones políticas desafectas al perfeccionamiento de la integración.»

La convergencia real ya no es lo que era

Ya lo hemos comentado en diversas ocasiones, aunque la crisis tuvo su epicentro en el sistema financiero de EE.UU., sus principales daños se localizaron en la eurozona. Esos han tenido diversas consecuencias, no solo económicas, sino también políticas y sociales. Han debilitado la identificación de Europa con la prosperidad, han posibilitado la emergencia de opciones políticas desafectas al perfeccionamiento de la integración.

Centrándonos en la primera de las dimensiones, el debilitamiento de la convergencia real de los avances en la renta por habitante es el indicador más relevante, al menos por el momento. Las economías del sur de Europa, España de forma destacada, tienen asociadas su pertenencia a la UE a reducciones de la brecha en términos de bienestar frente a las más avanzadas. Con razón, el Banco Mundial llegó a etiquetar a la UE como la «máquina de la convergencia»: los flujos de comercio y de financiación, estimulados por una amplia y profunda integración, sin precedentes históricos, generan una convergencia en los estándares de vida entre sus Estados miembros. A ello no fue ajena la fortaleza de sus empresas, las tensiones innovadoras que llevaron a Europa a una posición de liderazgo económico en el mundo. A pesar de que la región no tiene más de una décima parte de la población global, su PIB llegó a representar una tercera parte del mundial. Lleva razón Kristalina Georgieva, la *Chief Executive*

Officer del Banco Mundial, cuando afirma que la marca Europa era un valioso intangible cuando se exhibía ese equilibrio entre las fuerzas de mercado y la responsabilidad social. Un equilibrio que también proyectaba un «estilo de vida» propio, envidiable para no pocos ciudadanos no europeos y aquellos otros europeos que no habían conseguido acceder a las instituciones.

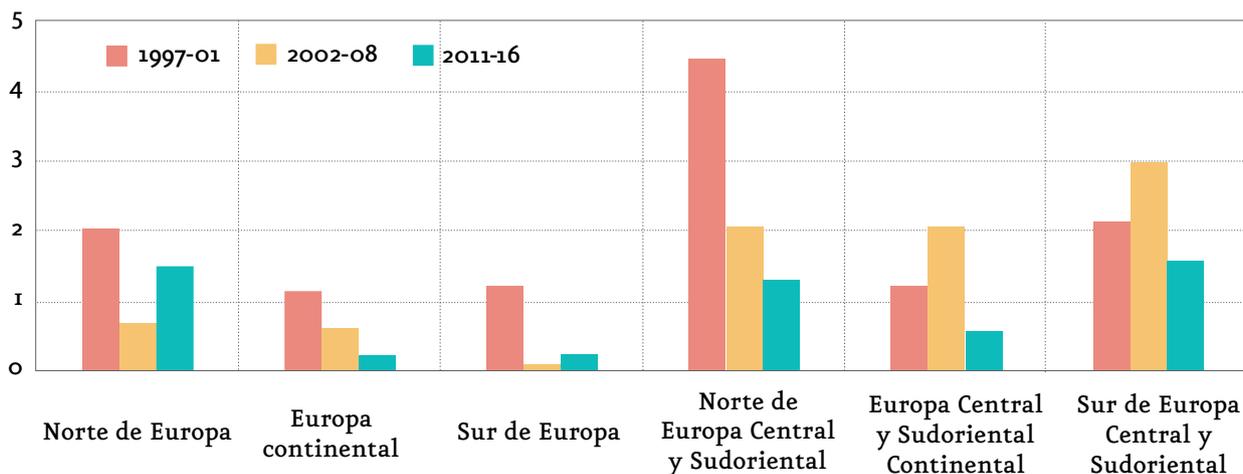
La crisis interrumpió esa tendencia a la prosperidad explícita en los últimos 60 años, desde luego en las economías del sur, y en menor medida en aquellas que se incorporaron a la UE más tardíamente, las provenientes del este de Europa. La desigualdad entre países se ha ensanchado, y con ella el desencanto de franjas importantes de población. La división, según muestra el análisis del trabajo «Growing United» del Banco Mundial. Dos factores de división emergen. Una divergencia suficientemente explícita en los registros de productividad entre países y regiones, por un lado, y un aumento en la desigualdad en la distribución de la renta de las familias, por otro.

La razón del primero es el desigual comportamiento de la Productividad Total de los Factores (PTF), manifiestamente débil en las economías del sur, aquellas que tras su adhesión se habían revelado como «las estrellas de la convergencia», como se aprecia en el gráfico adjunto. La calidad de las instituciones, la menor participación de los trabajadores bien cualificados, el acceso limitado a los mercados, la cali-

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

Productividad Total de los Factores, medias de países, 1997-2006

(%)



Fuente: Basado en datos de la base AMECO de la Comisión Europea.

dad de la función empresarial, entre otros, son factores que explican ese peor comportamiento de la PTF. Además, las economías del sur tienen mayores proporciones de población envejecida.

Estos niveles de productividad del sur manifiestamente inferiores a los de las economías del norte explican en gran medida el estancamiento, cuando no el retroceso en la convergencia real, en términos del PIB por habitante. La reducción del empleo y los bajos niveles de inversión, más pronunciados que en otras economías avanzadas, explican el pobre comportamiento de la PTF.

El segundo rasgo inquietante, consecuencia de la paralización de la convergencia real, es el aumento de la desigualdad en la distribución de la renta, que no ha dejado de aumentar en la mayoría de los países

de la UE desde los 90, pero de forma más pronunciada en las economías del sur, a partir del inicio de la crisis. En realidad, la recuperación de la crisis no ha supuesto avances en la convergencia real ni un freno a la desigualdad. Las economías sureñas tienen distribuciones más desiguales que el promedio de la OCDE.

La gran cuestión en un momento tan complicado como el actual, para Europa y, en general, la economía internacional, es qué actuaciones deberían llevarse a cabo para que la UE volviera a ser esa «máquina de convergencia» hoy gripada. De no tomar cartas en el asunto, los riesgos son elevados, fundamentalmente los asociados a la tentación centrífuga que subyace en algunas fuerzas políticas que no han dejado de disponer de mayor apoyo ciudadano en los últimos años ::

