



 **empresa global**



Afi

188

Noviembre 2018

La destrucción del empleo en la industria financiera española

Tendencias en la gestión de riesgos financieros

**Desafíos y cambios
que afronta la gestión de riesgos**

**Revisando a Stigler:
una década de conflicto entre el taxi y los VTC**

Afi, 30 años en las finanzas de España

ESTRATEGIA GLOBAL

La empresa,
los bancos centrales
y los mercados

LA FIRMA DE MERCADOS

Octubre Rojo
en los mercados

#MUJERESQUETRANSFORMAN

La «Madame» de las ciencias

HOMO OECOMICUS

Pensiones X:
puntos Elena...
de pensión

PASEO GLOBAL

La riqueza mundial





Empresa Global

Nº 188 (noviembre 2018)

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, Juan Cardenal

COLABORAN EN ESTE NÚMERO

José Manuel Amor, Lucía Ayllón, Beatriz Castro, Juan Cardenal, Isabel Gaya, Pablo Guijarro, Mónica Guardado, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Pablo Hernández, Óscar Ibáñez, Emilio Ontiveros, Fernando Rojas 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

Proyecciones

La industria financiera está cambiando a un ritmo acelerado y busca nuevos perfiles para sustituir a otros cada vez menos necesarios. Este mes dedicamos el Tema de portada a **la destrucción del empleo en la industria bancaria española** para desvelar cuáles son esos nuevos perfiles que interesan.

También analizamos las **tendencias en la gestión de riesgos financieros**: en la sección Perspectivas desde el punto de vista de las implicaciones de la expansión internacional de las empresas españolas; en la sección Escuela con la entrevista a Juan Antonio de Juan sobre los desafíos y cambios que enfrenta hoy la gestión de riesgos.

Además, nos centramos en el decreto-ley que modifica la regulación de los vehículos de alquiler con conductor (VTC) con el propósito de solucionar **una década de conflicto entre taxis y VTC**.

Seguimos con nuestro repaso mensual a la evolución de la economía y finanzas en España durante los **30 años** de actividad de Afi desde su fundación. Y hablamos de cómo **el grupo se proyecta internacionalmente** tomando como muestra de esta tendencia las recientes actividades en México y la presencia de Afi Escuela de Finanzas en la prestigiosa feria CEE de Shanghái.

Entre las tribunas de este mes, leemos a Mauro Guillén abordando el papel que gobiernos y bancos centrales desempeñan para apaciguar las bajadas continuadas de la renta variable, y a José Manuel Amor comentando la irremediable llegada de un **final del ciclo expansivo global**.

Mónica Guardado dedica su tribuna a **Marie Curie, «la Madame de las ciencias»** y ganadora de dos Premios Nobel, y su impacto e influencia en el mundo moderno.

José A. Herce continúa proponiendo ideas para solucionar la tensión que genera en España la sostenibilidad del sistema de pensiones, haciendo un ingenioso paralelismo con los mecanismos de incentivos asociados a los puntos de fidelización como los cupones de supermercado: los **Puntos Elena... de pensión**.

Por último, Emilio Ontiveros desgrana el informe de Credit Suisse sobre **la riqueza mundial**, que destaca el crecimiento en 2,3 millones en el número de millonarios en el mundo ::

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

TEMA DE PORTADA

La destrucción del empleo en la industria financiera española

Las entidades bancarias están sufriendo grandes transformaciones. En este artículo tratamos de dilucidar las implicaciones de la crisis financiera sobre el empleo en el sector bancario.

Pag. 3



PERSPECTIVAS

Tendencias en la gestión de riesgos financieros

La presencia internacional de las empresas españolas se ha visto fuertemente reforzada tras la crisis financiera. Dicha tendencia, muy atractiva para los inversores no residentes, ha supuesto una serie de retos para las compañías.

Pag. 6



ESCUELA

Desafíos y cambios que afronta la gestión de riesgos

Entrevista a Juan Antonio de Juan, Financial Risk Management y codirector del Máster Executive en Gestión de Riesgos de Afi Escuela de Finanzas.

Pag. 8



TECNOLOGÍA

Revisando a Stigler: una década de conflicto entre el taxi y los VTC

Lejos de resolver «los problemas de movilidad, congestión de tráfico y medioambientales», la restricción de la competencia de los servicios VTC reduce los incentivos a ofrecer servicios innovadores en el sector.

Pag. 11



30 AÑOS DE ECONOMÍA

Afi, 30 años en las finanzas de España

Primer capítulo de la historia de Afi, incluyendo su fundación por parte de Emilio Ontiveros, Francisco José Valero y Ángel Berges, y sus comienzos con el asesoramiento financiero a entidades del sector eléctrico español.

Pag. 14



PUERTAS ABIERTAS

Afi se proyecta

El mes de octubre volvió a ser una muestra de la proyección internacional de Afi, con dos socios realizando sendas conferencias en México y con Afi Escuela de Finanzas participando, por un lado, en la CEE de Shanghai y, por otro, despertando el interés de grandes empresas con el evento Afi4Talent.

Pag. 16



ESTRATEGIA GLOBAL

La empresa, los bancos centrales y los mercados

MAURO GUILLÉN

Pag. 18



MERCADOS FINANCIEROS

Octubre Rojo en los mercados

JOSÉ MANUEL AMOR

Pag. 20



#MUJERES QUE TRANSFORMAN

La «Madame» de las ciencias

MÓNICA GUARDADO

Pag. 21



HOMO OECONOMICUS

Pensiones X: puntos Elena... de pensión

JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 22



PASEO GLOBAL

La riqueza mundial

EMILIO ONTIVEROS

Pag. 24



La destrucción del empleo en la industria financiera española

[iStock]/Thinkstock.

Las entidades bancarias están sufriendo grandes transformaciones. En este artículo tratamos de dilucidar las implicaciones de la crisis financiera sobre el empleo en el sector bancario y cuáles van a ser las tendencias y los perfiles profesionales más solicitados en el futuro por este tipo de entidades.

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

En anteriores artículos de esta revista (véase Castro, B., Troiano, F., Rojas, F. «[Inversión en transformación digital por el sector bancario](#)» Empresa Global número 184, 2018 o Blasco, P. «[FinTech Banking: el horizonte tecnológico de la nueva banca](#)» Empresa Global número 185, 2018) se abordaron algunos de los aspectos más relevantes de la transformación que están experimentando las entidades bancarias, ya sea por las dificultades que están teniendo para incrementar los ingresos, con la consecuente reducción de los gastos de explotación, o por los cambios socioeconómicos que empujan a desarrollar un nuevo modelo de negocio.

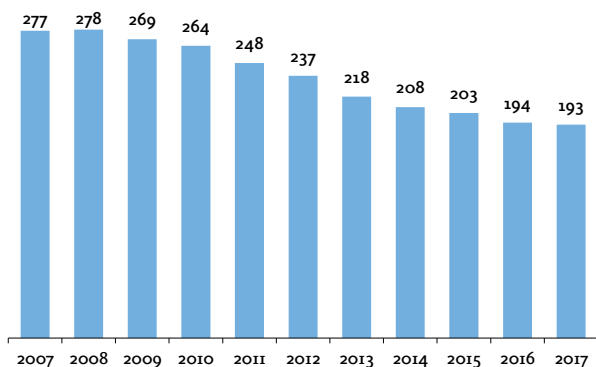
Considerando el horizonte temporal de los últimos diez años, **el número de empleados en el sector**

bancario español alcanzó su mínimo histórico el año pasado. Al mismo tiempo, el número de entidades crediticias también ha decrecido de forma acusada desde el máximo alcanzado en 2008, en los albores de la crisis financiera.

Estos hechos se han traducido en una fuerte disminución de oficinas desde 2008 (-34%), de plantilla (-31%) y, durante el periodo extraordinario de crisis, del número de entidades a través de los procesos de fusiones (-32%).

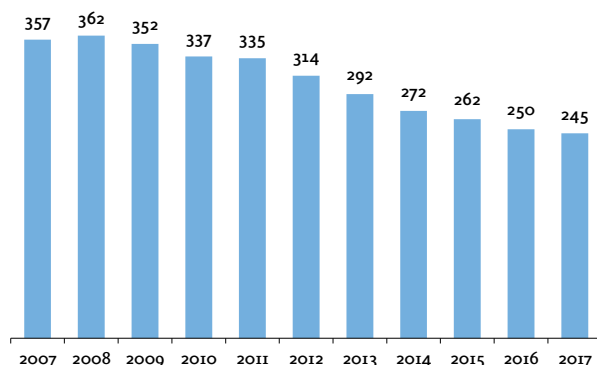
Pormenorizando el análisis, podemos distinguir dos etapas en los últimos 10 años. En la primera, tras el estallido de la crisis, todos los sectores en España destruyeron empleo. Sin embargo, en la segunda parte, el sector bancario se ha comportado de forma di-

Número de empleados en Entidades de Crédito (miles de empleados)



Fuente: Banco de España.

Número de Entidades de Crédito



Fuente: Banco de España.

ferente al resto de la economía. Así, mientras que el empleo en España creció a ritmos del 7% en los últimos cinco años, la industria financiera destruyó 43.878 puestos de trabajo (-19%), proceso acompañado por una reducción del número de entidades de en más de un 22%, así como del número de oficinas, que pasaron de alrededor de 314.000 oficinas en 2012 hasta aproximadamente 245.000 oficinas a cierre de 2017.

A modo de ejemplo, traemos a colación a BBVA, que solo en 2017 cerró cerca de 390 sucursales bancarias (de las cuales, el 73% en España), despidiendo ese mismo año a 3.000 trabajadores (de los cuales, el 29% en España). Cabe reseñar que en la actualidad las entidades españolas están reduciendo su número de oficinas en los negocios radicados en Europa por dos razones principales: en primer lugar, son los negocios más afectados por la política de tipos ultralaxos que provocan unas cuentas de resultados deterioradas, principalmente en su pata de ingresos; en segundo lu-

gar, el cierre de oficinas está ligado al nuevo modelo de negocio al que se están orientando las entidades, con una menor presencia de las oficinas en el negocio bancario tradicional.

Por otro lado, a través de los ya comentados procesos de fusiones, se han reducido tanto el número de entidades como el número de oficinas y empleados. Estos procesos, que se han visto aumentados en 2017 por varias operaciones corporativas, van a repercutir en una fuerte reducción de la capacidad operativa en 2017. Por ejemplo, Santander ha despedido a casi 1.100 empleados en España tras adquirir el Popular. La fusión entre Bankia y BMN se ha concretado en un proceso de despidos de casi 1.600 empleados y en el cierre de 99 oficinas a lo largo de 2018. Tras unas duras negociaciones con el sindicato, EVO Banco ha conseguido despedir el 51% de sus empleados y cerrar el 89% de sus oficinas.

Este ajuste laboral se ha producido tanto con jubilaciones y salidas voluntarias, como con diversos Expedientes de Regulación de Empleo (ERE). Como se ha comentado, estas cifras contrastan y tienen poca cabida conceptual con la evolución que muestra la economía española. El PIB creció un 0,56% en el segundo trimestre de 2018 respecto a los tres primeros meses del año, mientras que el incremento previsto por Afi para el 2018 alcanza el 2,6%. El paro descendió un 1,94% en el segundo trimestre de 2018, hasta alcanzar los 19,3 millones de ocupados, un 2,8% más que el mismo periodo del 2017.

Totalmente a la inversa es la tendencia mostrada en el sector bancario, siendo este el único segmento que no contribuye positivamente a la evolución del mercado laboral.

Una vez analizada y contextualizada la evolución de los empleados del sector bancario dentro de la economía, analizamos en las próximas líneas **cuál puede ser la demanda y evolución de los empleados que solicite la industria financiera**. A este respecto, podemos destacar 3 grandes grupos de profesionales:

ESPECIALISTA EN CUMPLIMIENTO NORMATIVO

El impacto de la regulación en el sector financiero va a seguir siendo considerable en los próximos años, incrementando la demanda de empleados que posean esta formación. Este aumento de costes va a ir de la mano del impacto que puedan acarrear entre otras normativas como:

- Riesgos asociados a la privacidad de los datos (GDPR);
- Riesgos de ciberseguridad (GDPR, PSD1, PSD2, NIS);
- Riesgos relacionados con la información asimétrica (Directiva sobre crédito hipotecario y de consumo, y la directiva de pagos);

- Riesgos de competitividad derivados de la nueva directiva de pagos (PSD2);
- Riesgos de estabilidad financiera (CRDs y MREL).

Una encuesta llevada a cabo por Duff & Phelpsⁱ (2017) a escala internacional indica que los costes de las instituciones financieras en cumplimiento normativo podrían más que duplicarse entre 2017 y 2022, pasando a representar del 4% al 10% de los ingresos totales.

Además, el tamaño de las entidades impactará también en el crecimiento y en la forma de estos gastos. Es importante destacar que muchas entidades de menor tamaño pueden optar por subcontratar personal para apoyar la adaptación normativa, en vez de contratarlos internamente. Estos gastos de subcontratación no se verán reflejados en la partida de gastos de personal, sino que se recogerán dentro de los gastos de administración.

EXPECIALISTAS EN CONTROL FINANCIERO Y CONTROL DE COSTES

Los *controllers* son otro de los perfiles más buscados por la industria financiera. En línea con la necesidad del sector de mejorar la eficiencia de sus procesos y cumplir con rigurosas exigencias normativas, su importancia ha ido incrementando dentro de las organizaciones. El papel principal es estudiar las variaciones de la cuenta de pérdidas y ganancias, para lo cual se requiere un perfil analítico que cae bajo la responsabilidad de la dirección financiera. En cuanto a formación, se requiere ser licenciado en Administración y Dirección de Empresas, Economía y similares, y tener un postgrado en finanzas o un MBA, además de un nivel alto de inglés y un manejo excelente de hojas de cálculo.

EXPECIALISTAS EN COMPETENCIAS DIGITALES

La demanda de empleo de la generalidad de las entidades financieras vendrá relacionada inevitablemente con el proceso de transformación digital que están acometiendo. Es por ello que la demanda se va a centrar en los perfiles más relacionados con desarrollos informáticos y tecnológicos.

La principal tendencia es el diseño y creación de nuevos modelos de negocio que estén relacionados principalmente con los cambios en la demanda (com-

portamiento del consumidor principalmente) y no tanto por la vía del aumento de la competencia (véase Troiano, F. y Rojas, F. «Nuevos modelos de negocio» Empresa Global número 180, 2018). En este sentido, destaca la importancia de los especialistas en *Business Intelligence* así como en *big data* y *data science*. La relevancia de estos perfiles se ve realizada por la nueva industria *FinTech*, no solo en lo relativo al negocio, sino también a la competencia en la captación de talento. La Asociación Española de Fintech e Insurtech (AEFI) estima que más de 5.000 profesionales trabajan en este sector.

No obstante, dentro de este campo se está viviendo un déficit de talento. La industria financiera española no encuentra todos los perfiles requeridos en estas materias, lo cual contrasta con la sobreoferta existente en el mercado laboral relativa a otras ramas. Este fenómeno se explica por el continuo descenso de estudiantes matriculados en carreras *STEM* (*Science, Technology, Engineering and Mathematics*, por sus siglas en inglés) que acumula una disminución de 65.000 matriculados en los últimos 7 ejerciciosⁱⁱ. Sin embargo, se calcula que la demanda de perfiles *STEM* crecerá un 14% anualmente hasta 2020ⁱⁱⁱ, no solo en la industria financiera, sino que serán demandados también en otros sectores, como la alimentación, la salud o el ocio.

CONCLUSIONES

En vista de lo sucedido en los últimos años y de las previsiones a futuro, se pone de manifiesto un importante descenso del empleo en el sector bancario. Sin embargo, la contratación de nuevas posiciones no se rige por los mismos patrones que los anteriores a la crisis.

El incremento de la competencia, la creciente presión regulatoria y la irrupción de nuevos modelos de negocio digitales llevan a la industria financiera a eliminar empleos relacionados con procesos manuales o de menor formación, sustituyéndolos, en una tasa muy inferior hasta el momento, por otros perfiles que responden a una formación legal, digital y financiera. Dentro de estos nuevos requerimientos, algunas de las competencias más valoradas son la formación multidisciplinar, la capacidad de comunicación, el trabajo en equipo o la capacidad de resolución de problemas :D

ⁱ <https://www.fn london.com/articles/compliance-costs-to-more-than-double-by-2022-survey-finds-20170427>

ⁱⁱ <https://research.randstad.es/la-digitalizacion-crea-o-destruye-empleos/>

ⁱⁱⁱ https://www.fecyt.es/en/system/files/publications/attachments/2015/02/informe_estimular_mentes_cientificas_2015.pdf

Tendencias en la gestión de riesgos financieros



iStock/Thinkstock

La presencia internacional de las empresas españolas se ha visto fuertemente reforzada tras la crisis financiera. Dicha tendencia, muy atractiva para los inversores no residentes, ha supuesto una serie de retos para las compañías, en la medida en la que la complejidad de gestión de los riesgos financieros y, en particular, los vinculados al riesgo de tipo de cambio, ha adquirido un fuerte protagonismo; en mayor medida, en un contexto en el que el entramado empresarial español está mayoritariamente conformado por pymes, cuyos recursos destinados a la gestión de riesgos pueden no haber sido los óptimos.

Pablo Guijarro | Socio del área Corporate Finance de Afi
Isabel Gaya | Consultora del área Corporate Finance de Afi

CONTEXTUALIZACIÓN

El incremento de la presencia internacional de la empresa española ha sido la tónica habitual registrada en el mercado tras la crisis financiera. La gestión de los riesgos se ha visto influida por esta dinámica, particularmente manifiesta en el riesgo de tipo de cambio. Y es que las compañías se han visto abocadas a operar y gestionar en un mundo cada vez más diversificado geográficamente, entrando en acción monedas débiles y, en muchos casos, extremadamente volátiles, que han impactado de forma relevante en los estados financieros de las empresas.

A continuación, analizaremos en detalle la gestión del riesgo de tipo de cambio, en la medida en la que, más allá de por la importancia creciente de la internacionalización, es uno de los riesgos que entrañan mayor complejidad de gestión en el marco de una empresa, debido a sus diferentes modalidades de aparición, así como a los distintos impactos que genera en el balance, en la cuenta de resultados y en el efectivo.

ENFOQUE DE GESTIÓN Y JERARQUÍA DE RIESGOS

La gestión del riesgo de tipo de cambio puede ser estática o dinámica, siendo recomendable, en todo caso, la

definición de un horizonte temporal a gestionar, así como el establecimiento de subperíodos de seguimiento que permitan ajustar las decisiones tomadas.

Adicionalmente, la gestión de riesgos debe tomar en consideración qué riesgos se han de cubrir, así como su orden de prioridad. Los riesgos financieros que han de tener un carácter prioritario en la toma de decisiones de cobertura son aquellos que generan impactos contables que tienen un reflejo inmediato en el efectivo de la compañía. Se trata de aquellos riesgos asociados a los flujos de caja en moneda extranjera, y comprenden flujos comerciales y flujos financieros (servicio de la deuda). Dichos riesgos pueden suponer una mayor o menor tesorería en función de la evolución de los tipos de cambio. Son, por tanto, susceptibles de afectar a la cuenta de resultados.

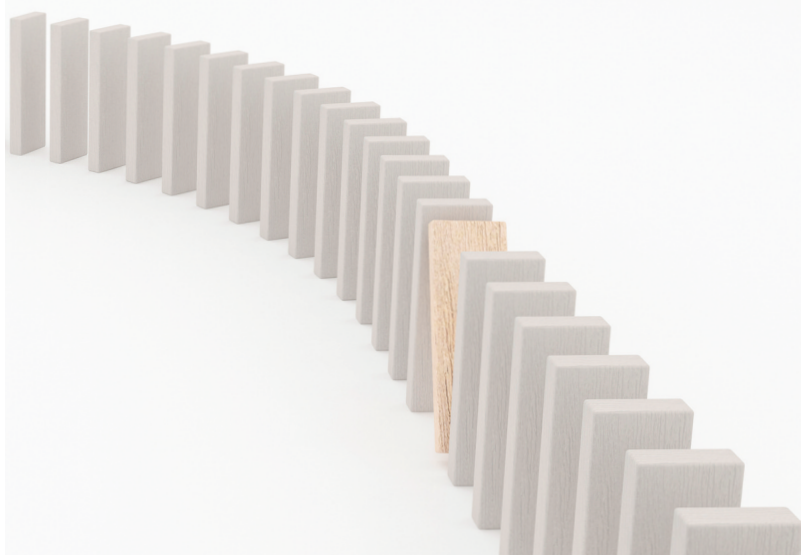
En segundo lugar, la prioridad de gestión debería recaer en aquellos riesgos financieros que generan impactos contables, pero que no afectan al efectivo de la empresa de forma inmediata. Son los riesgos vinculados a: i) la conversión de estados financieros de filiales denominados en moneda extranjera, cuyo impacto se genera en el patrimonio neto consolidado, y ii) la conversión de activos y pasivos monetarios en moneda extranjera a moneda funcional a cierre de ejercicio (impacto en cuenta de resultados). Por último, se gestionarán los riesgos financieros que no generan impactos contables y tampoco afectan de manera directa al efectivo de la compañía. Se trata de riesgos de carácter económico, que no afloran de manera explícita en los estados financieros, pero que sí que se reflejan de forma indirecta o en el valor futuro.

MEDIDAS DE GESTIÓN PROPUESTAS

En función de la naturaleza del riesgo, la manera de abordar su gestión será radicalmente diferente.

Riesgos que generan impacto en el efectivo. La gestión se circunscribirá, en primer lugar, al neteo de exposiciones intragrupo (aplicable a sociedades que conformen un grupo) y, en segundo lugar, a la cobertura de la exposición neta mediante la aplicación de derivados. En concreto, el derivado cuyo uso es más frecuente en los programas de coberturas de tipo de cambio es el *forward*.

La virtualidad de la implementación de coberturas mediante derivados en los riesgos que generan un impacto en el efectivo estriba en que se trata de una corriente cierta, que ocurre en una fecha específica, y cuya volatilidad incorpora un riesgo innecesario a la cuenta de resultados y a la tesorería. En este punto, resulta conveniente indicar que el horizonte de cobertura debe tomar en consideración el coste de protección, pues cuanto más largo sea el plazo, mayor es el coste (implícito o explícito) de los instrumentos de cobertura contratados.



Para la implementación de las coberturas se recomienda la utilización del *Value at Risk* (VaR) a un nivel de confianza del 95% como medida del riesgo de divisa. La interpretación de este umbral es la máxima pérdida que, en el 95% de los casos, experimentará la empresa como consecuencia de la evolución del riesgo de tipo de cambio. Una vez calculada la pérdida máxima que potencialmente pudiera tener la compañía, se recomienda, como medida complementaria, establecer un límite de pérdidas por riesgo de cambio (*stop losses*), a partir del cual se activen medidas de análisis de la nueva situación, implementación de coberturas, reasignación de límites, etc., de forma que se mitigue la máxima pérdida prevista.

Riesgos contables. La gestión de los riesgos contables girará en torno al aprovechamiento de las posibilidades que da la normativa contable, principalmente, mediante coberturas naturales. El recurso a derivados en este tipo de riesgos no es recomendable, dadas las posibilidades de incurrir en un riesgo de ruptura de la caja asociado a la liquidación de los instrumentos derivados en los que la compañía ha obtenido una pérdida, cuando el riesgo que se quería proteger era meramente contable. Debería considerarse, asimismo, el impacto que puede tener la contabilidad de coberturas en el reconocimiento de los instrumentos de cobertura contratados.

Un ejemplo de cobertura contable a aplicar en riesgos contables es recurrir a las posibilidades de designar la financiación de activos inmovilizados como parte de la inversión en el extranjero. De esta manera, la reclasificación en el patrimonio neto consolidado de las diferencias de cambio, en lugar de en la cuenta de resultados, permitiría mitigar la penalización en el beneficio del ejercicio en curso ::



Desafíos y cambios que afronta la gestión de riesgos

Entrevista a Juan Antonio de Juan, *Financial Risk Management* y codirector del Máster *Executive* en Gestión de Riesgos de Afi Escuela de Finanzas. Juan Antonio habla sobre los diversos cambios y transformaciones que está afrontando la gestión de riesgos y sus profesionales.

Lucía Ayllón | Área de Marketing de Afi Escuela de Finanzas

«En el caso de las entidades financieras, la gestión de riesgos siempre ha estado en primer plano: es el centro de su negocio», afirma Juan Antonio. La gestión de riesgos en una entidad financiera cumple un rol similar al de los órganos vitales, sentidos y mecanismos de defensa en un organismo. Nunca pueden estar en un segundo plano.

¿Cómo describirías el panorama actual desde el punto de vista de la gestión de riesgos?

Por un lado, la competitividad de los mercados y el desarrollo de nuevas tecnologías están conduciendo a una mayor tecnificación de los procesos de gestión y medición de los riesgos. Adicionalmente, se está incrementando el foco en el análisis las interrelaciones

entre riesgos, los efectos cartera y contagio, que con tanta intensidad se pusieron de manifiesto durante la crisis iniciada en 2008. Para ello, se están incorporando el uso de técnicas de análisis de escenarios y sus efectos sobre las carteras de productos/clientes. Estas tendencias pueden observarse tanto en entidades financieras, especialistas en gestión de riesgos, como en el caso de empresas, donde sectores como el eléctrico, materias primas, telecomunicaciones cuentan con clara experiencia en gestión avanzada de riesgos dentro de su ámbito de actuación.

Por otro lado, en el caso de las entidades financieras, es cierto que la vorágine regulatoria que se ha vivido tras el estallido de la crisis del 2008 ha inundado al sector financiero con revisiones e incorporación de nuevos requerimientos, pero matizaría, más bien, que la regulación ha elevado el nivel de criticidad de algunos riesgos que, bien por la evolución del entorno de negocio o la propia transformación de los riesgos financieros en riesgos operacionales, bien por lecciones aprendidas durante la crisis, se han vuelto más materiales. Me refiero principalmente a riesgos de tipo no puramente financiero como los riesgos tecnológicos, riesgos de prácticas comerciales, riesgos de proveedores, etc.

Además, evidentemente, la regulación también ha puesto el foco en reforzar los procesos de identificación, medición y seguimiento de los riesgos tradicionales.

En esta línea, ¿cuáles son los grandes cambios y desafíos?

Los desafíos son de diferente índole. Existen desafíos de índole puramente asociada a la dinámica actual del entorno de negocio tan competitivo y con márgenes tan exigentes. Aquí me refiero al *time to market* del análisis y decisión de riesgos, incrementando las capacidades analíticas de los gestores dotándoles de herramientas de analítica soporte que sintetizen en métricas de riesgo la múltiple información actualizada relevante para un análisis de riesgos.

Los requerimientos en esta frase tan larga son muy ambiciosos:

- Capacidad para actualizar en todo momento la información.
- Información relevante que conlleva selección de variables existentes o búsqueda de nuevas fuentes robustas y creíbles de información.
- Herramientas de analítica o algoritmos avanzados que sintetizen la información en métricas de riesgo que complementen y permitan incrementar la capacidad analítica de los gestores en su toma de decisiones y seguimiento de riesgos.

En definitiva, acelerar la toma de decisiones y seguimiento de riesgos contando con una analítica inte-

gral y robusta de los riesgos durante todo su ciclo de vida.

Existen desafíos inherentes a la propia transformación de riesgos que incrementan la materialidad de riesgos de índole no puramente financiera que mencionaba en la pregunta anterior. También se debe afrontar la necesidad de desarrollar políticas de admisión y seguimiento de estos riesgos y métricas asociadas.

Y, evidentemente, se encuentra el reto de índole regulatorio, es decir, el de realizar las adaptaciones necesarias para cumplir con todos los requerimientos levantados por el amplio paquete regulatorio emitido con posterioridad a la crisis.

En este entorno, ¿cuál es el papel de los perfiles dedicados a la gestión del riesgo?

En el sector financiero está muy claro que la función de riesgos capilariza por toda la entidad financiera. Los profesionales de banca son gestores de riesgos por la propia naturaleza de su negocio. Ahora bien, existe una función específica de riesgos con gestores y analistas especializados. Esta función tiene como responsabilidad definir y dotar de políticas, procedimientos y herramientas y métricas que aseguren que los riesgos asumidos estén identificados en origen, monitorizados y medidos en todo momento, y limitados acorde al apetito al riesgo de la entidad.

Al amparo de dichas políticas y procedimientos, los gestores de riesgos deben:

- Tomar decisiones de admisión y gestión de operaciones.
- Realizar el seguimiento de operaciones y clientes.
- Tomar de decisiones en función del seguimiento.
- Analizar y reportar métricas de riesgo.

Estas funciones de riesgos, evidentemente en otra escala, se reproducen también en los ámbitos empresariales que mencionaba con anterioridad.

¿Por qué crees que seguirá siendo esencial para las empresas el perfil del gestor de riesgos?

El análisis tanto ex ante como continuado de los riesgos de las operaciones/productos dota a la empresa de capacidad de anticipación y gestión, limita la exposición al riesgo y, en definitiva, reduce la incertidumbre en los resultados empresariales. Por definición, un negocio sin una correcta gestión de riesgos está expuesto a mayores incertidumbres que cuando se materializan, suelen hacerlo generalmente de forma significativa y en contra de los intereses económicos del negocio.

En un ámbito económico y profesional tan competitivo, ¿qué habilidades o competencias consideras esenciales en el día a día?

Competencias analíticas adquiridas tanto por mi formación técnica como por mi experiencia profesional en el ámbito de riesgos. Pero destacaría la transversalidad en el análisis de riesgos, identificando sus interrelaciones y la conciliación de los requerimientos desde los diferentes puntos de vista como son requerimientos de gestión, requerimientos de regulación de solvencia de las entidades financieras y requerimientos de contabilidad. En el caso de las entidades financieras, el análisis y conciliación de las tres perspectivas mencionadas es una demanda continua del mercado.

¿Es importante tener una visión global de riesgos?

La respuesta es casi inmediata, es muy importante. En primer lugar, porque un producto, una operación o un cliente puede estar expuesto a diferentes riesgos y es necesario entenderlos tanto a nivel específico como sus interrelaciones. Y si en lugar de hablar de un producto o de un cliente hablamos de una cartera de productos y/o clientes, la visión y análisis de las interrelaciones entre los riesgos, los llamados efectos cartera y contagio, se vuelven muy relevantes. Pero además de los puros análisis de riesgos y sus interrelaciones, es necesario entender las relaciones mencionadas entre los requerimientos de gestión y los requerimientos regulatorios.

Esta visión transversal evidentemente se adquiere de manera natural mediante la experiencia y la oportunidad de poder trabajar en diferentes ámbitos de la función de riesgos, algo que las áreas de riesgos tratan de potenciar y que los propios profesionales deberían incentivar.

Sin embargo, también se puede acelerar o incentivar con formación específica en aquellos ámbitos de riesgo cubiertos y no cubiertos en el día a día laboral. La tecnificación obliga a potenciar y mantenerse al día en las capacidades cuantitativas. Lo mismo ocurre con el ámbito regulatorio. Pero un analista de un riesgo determinado, por ejemplo de riesgo de crédito, debería conocer las características de la medición de otros riesgos, como, por ejemplo de riesgo de mercado u operacional o ALM, y las posibles interrelaciones entre ellos.

En un entorno tan dinámico como el actual la formación te permite, no solo crecer profesionalmente, sino poder adaptarte a los nuevos requerimientos del día a día.

¿Cuándo recomiendas, desde tu experiencia, hacer un máster *executive* como el Máster *Executive* en Gestión de Riesgos?

Lo recomiendo para aquellos profesionales con una experiencia laboral en el ámbito de riesgos o en áreas que interactúan con el área de riesgos. Estos, de modo general, habrán podido especializarse en un riesgo concreto o en alguna función concreta asociada con riesgos y encontrarán que esa experiencia inicial y generalmente focalizada se transforma gradualmente en una necesidad de mayor transversalidad por un mayor alcance actual o futuro de sus funciones.

¿Qué visión y qué competencias puede fomentar cursar un máster como este?

El máster te ofrece una visión integral de todos los riesgos gestionados por las entidades financieras, tanto aquellos de ámbito financiero como no financiero.

Para cada tipología de riesgo, se proveen los fundamentos de análisis, *reporting* y gestión utilizados por las entidades financieras para todo el ciclo de vida del riesgo, así como los fundamentos técnicos para su cuantificación. Existen módulos opcionales especializados de carácter más técnico especialmente conceptualizados para aquellas personas que deseen profundizar en técnicas cuantitativas.

Adicionalmente a las necesidades puras de gestión, el máster cubre los requerimientos regulatorios tanto desde el punto de vista de solvencia como desde la contabilidad. El programa completo ofrece esa visión transversal, pero el enfoque modular permite cursar itinerarios personalizados con módulos específicos de interés que el alumnado quiera potenciar.

Finalmente, si bien el máster está focalizado en la gestión de riesgos desde el punto de vista de las entidades financieras, los conocimientos son extrapolables y aplicables a la gestión de los riesgos en el ámbito empresarial ::

Revisando a Stigler: una década de conflicto entre el taxi y los VTC



Lejos de resolver «los problemas de movilidad, congestión de tráfico y medioambientales» que preconiza el decreto ley, la restricción de la competencia de los servicios VTC reduce los incentivos a ofrecer servicios innovadores en el sector.

Antonio Almeida | Consultor del área de Economía Aplicada de Afi

Pablo Hernández @HGPablo_I | Consultor del área de Economía Aplicada de Afi

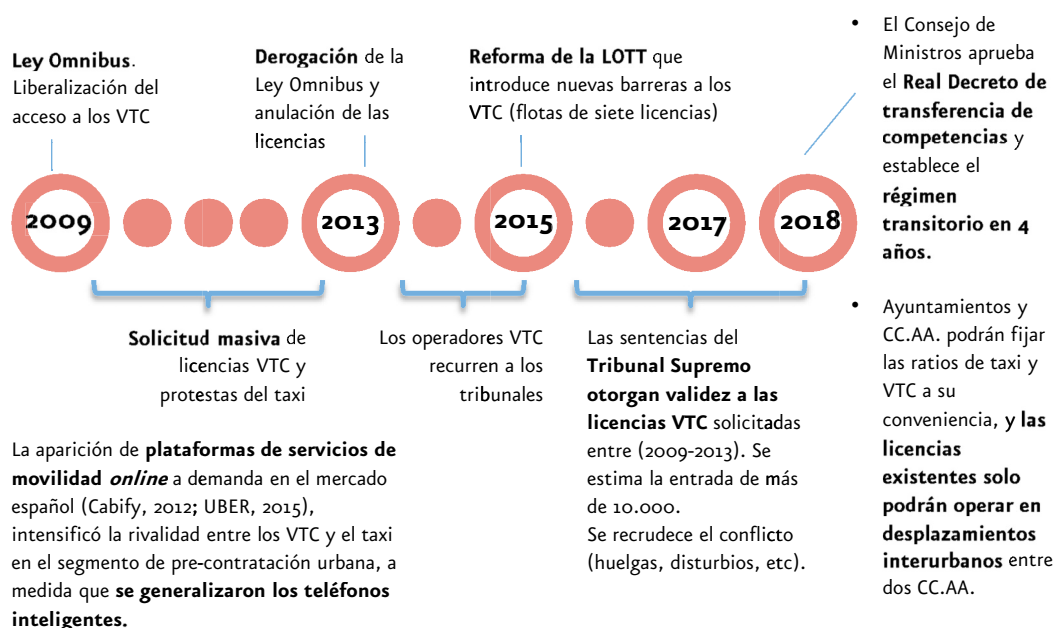
El pasado 28 de septiembre el Consejo de Ministros aprobaba el Real Decreto Ley 13/2018 que transfiere a comunidades autónomas y ayuntamientos la potestad de gestión y regulación de los vehículos de alquiler con conductor (VTC). Con esta revisión de la normativa establece un periodo transitorio de 4 años (prorrogable) para que las licencias actualmente operativas en todo el territorio nacional pasen a estar restringidas a desplazamientos exclusivamente interurbanos. Las comunidades autónomas podrán imponer límites de acuerdo lo que establece la Ley Orgánica del Transporte Terrestre (LOTT) de 1990, y

que fija una recomendación de una licencia VTC por cada 30 de taxi.

El desarrollo normativo nace con el objetivo de poner fin a un conflicto enquistado desde hace ya casi una década, donde se han sucedido cambios normativos, sentencias judiciales, numerosas huelgas y enfrentamientos públicos. En palabras del propio secretario de Estado de Transportes, la revisión normativa trata de alcanzar una «convivencia pacífica pero competitiva entre las VTC y los taxis».

El taxi, como otras actividades de servicios, se ha regulado tradicionalmente por sus características sin-

UNA DÉCADA DE CONFLICTO ENTRE EL TAXI Y LOS VTC



Fuente: Afi.

gulares. La más importante es quizá su histórica limitación de licencias, que se habría justificado otrora para garantizar la rentabilidad de un servicio para el que la Administración Pública descarta su provisión. La racionalidad de esta norma es que actúa como mecanismo para evitar un fenómeno de «tragedia de los comunes», protegiendo a los primeros inversores de una sobreexplotación del servicio. Otro de los argumentos, utilizado en el texto del propio real decreto, tiene que ver con las externalidades derivadas de la congestión de las infraestructuras, y que justificaría la fijación de un contingente de cantidad. Cabe presumir, no obstante, que estos problemas eran reducidos o inexistentes en la época de la que datan las primeras licencias.

La regulación también se extiende a las tarifas y a los estándares de calidad. En ausencia de tarifas conocidas en los servicios no pre-contratados, podría ser altamente costosa la negociación de los precios para los usuarios. Por otra parte, si no existiesen reglas que garantizaran una calidad mínima del servicio emergerían problemas de información asimétrica. En general, la probabilidad de que se repita una transacción entre un mismo usuario y un mismo taxista es muy baja, lo que reduce los incentivos al esfuerzo del conductor por prestar un servicio de mayor calidad que el mercado regulado de tarifas retribuirá por igual. De esta forma, si los usuarios no pueden discriminar la calidad del servicio *ex ante*, posiblemente se pongan en lo peor antes de tomar un taxi, y su disponibilidad al pago y su demanda se re-

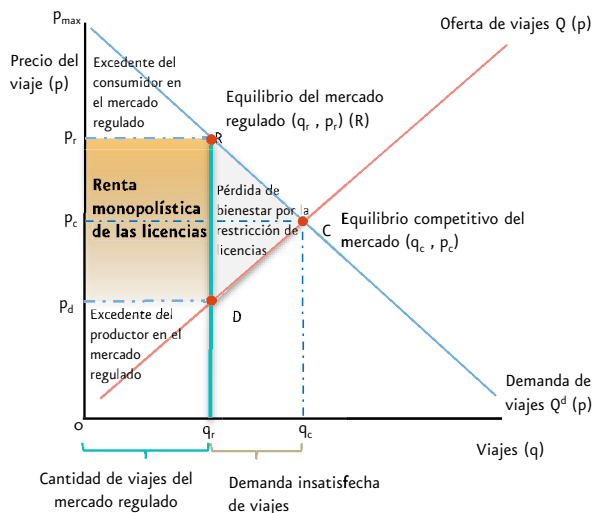
duzca. Los buenos taxistas seguramente saldrían del mercado. El riesgo, paradójicamente, sería la propia supervivencia del mercado de taxi.

Fruto de su poder negociador –como el que han ejercido otros grupos de presión organizados, como los controladores aéreos o los estibadores– que obedece a su capacidad de paralizar el transporte urbano en las ciudades, el gremio del taxi ha tenido una participación decisiva en la evolución de los parámetros de la regulación. En particular, en el control férreo de las licencias –en la ciudad de Madrid, las últimas licencias se expidieron en 1979– y en la negociación al alza de las tarifas, que han crecido conforme aumentaba la población y la demanda de movilidad, ampliando el margen unitario a medida que los vehículos ganaban eficiencia y resultaban menos onerosos. Ergo, el resultado de este modelo ha sido la subsistencia de un mercado secundario de licencias, por las que llegaron a pagarse en Madrid más de 300.000 euros hace algo más de una década. Hoy, dicho precio ronda los 160.000 euros.

Y el epicentro del conflicto es precisamente ese, y no el mal llamado servicio público. La aparición de plataformas digitales que intermedian servicios urbanos con VTC introdujo competencia a los operadores establecidos, reduciendo los flujos descontables de beneficios de las licencias de taxi y poniendo en armas a los propietarios de las licencias.

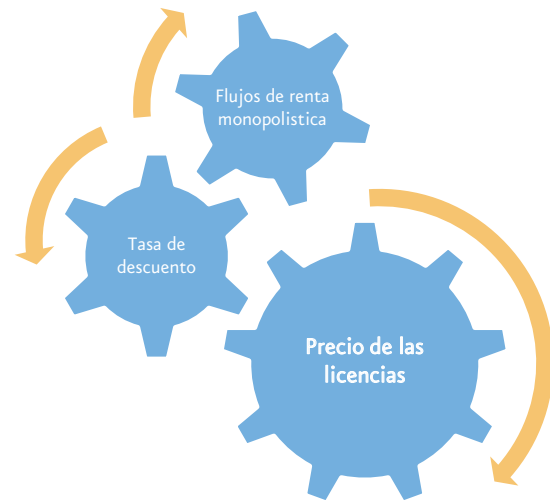
En definitiva, el real decreto constituye un ejemplo canónico de captura del regulador –en el sentido más ge-

EQUILIBRIO DEL MERCADO CONTINGENTADO DE SERVICIOS DE TAXI



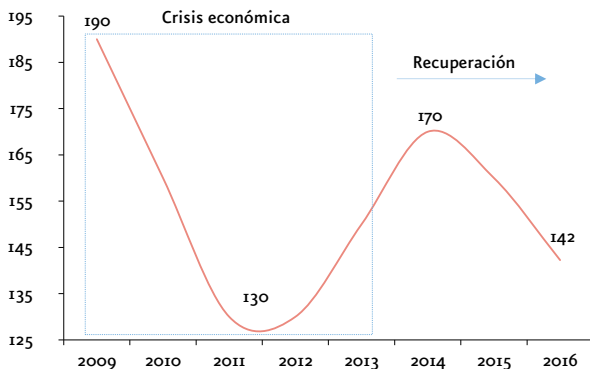
Fuente: Afi.

DETERMINANTES DEL PRECIO DE LAS LICENCIAS DE TAXI



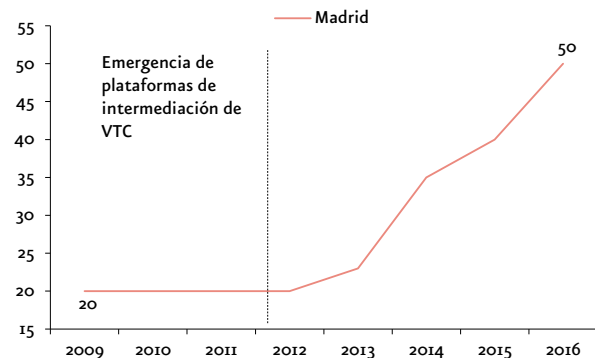
Fuente: Afi.

Evolución del valor de una licencia de taxi en Madrid (miles de euros)



Fuente: Comisión Nacional de la Competencia y fuentes sectoriales.

Evolución del valor de una licencia de VTC en Madrid (miles de euros)



Fuente: Comisión Nacional de la Competencia y fuentes sectoriales.

nuino de Stigler— que entronca con el origen último de los males de nuestro país. Un grupo de presión bien organizado —los taxistas— que extraen una renta monopolística, por una decisión administrativa de unas autoridades que no aprecian la importancia de la innovación tecnológica. No queda ni un solo argumento sólido basado en los principios de la regulación económica como para restringir el servicio VTC (como ha reiterado la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia en varios informes). Tanto la liquidez de los mercados secundarios de vehículos como, sobre todo, los avances tecnológicos que desvanecen las ventajas informativas como los sistemas de valoraciones de usuarios, conocimiento *ex ante* de recorrido, estimación de tarifas, etc., han hecho estallar las costuras del traje regulatorio del servicio de taxi.

Lejos de resolver «los problemas de movilidad, congestión de tráfico y medioambientales» que preconiza el decreto ley, la restricción de la competencia de los servicios VTC eliminará los incentivos a ofrecer servicios innovadores, como el transporte compartido, pues todo parece indicar que la presión del sector se mantendrá y que la aparición de nuevos medios de transporte urbanos (bicicletas, *carsharing*, patinetes, etc.) hará muy difícil que ninguna comunidad se niegue a escoger la ratio 1/30 para fijar el número de licencias de VTC.

Los usuarios seguirán, por ende, pagando un sobre coste en el servicio que se dirige a retribuir a los propietarios de las licencias que las alquilan para su explotación, capturando rentas de la regulación (cuando muchas de ellas llevan décadas amortizadas) ::

Afi, 30 años en las finanzas españolas (i)



Detalle de la antigua sede, en la calle Españolito. [Afi]

Primer capítulo de la historia de Afi, incluyendo su fundación por parte de Emilio Ontiveros, Francisco José Valero y Ángel Berges, y sus comienzos con el asesoramiento financiero a entidades del sector eléctrico español.

Óscar Ibáñez | Socio del área de Servicios Financieros de Afi

Afi ha conseguido, tras sus 30 años de vida, un considerable reconocimiento y prestigio en sus distintos ámbitos de actuación que abarcan, entre otros aspectos, el suministro de análisis, sistemas de información y consultoría económico-financiera y de gestión, con una doble orientación: alta especialización y servicio integral y permanente a sus clientes. Además, ha destacado como un referente en la formación financiera a empresas, trabajadores del sector financiero y no financiero y alumnos de postgrado, a través de nuestra Escuela de Finanzas.

Con más de una decena de doctores dentro del equipo de más de 150 personas que hoy forman la gran familia de Afi, y con un genotipo y fenotipo en el que destacan el análisis financiero, la tecnología y la investigación, el marco de asesoramiento de Afi siempre ha sido la búsqueda de la excelencia y la versatilidad para afrontar distintos proyectos en los que aportar valor añadido para el cliente. Lo cual no es de extrañar conociendo la forma en la que se gestó Afi.

Y es que no debería ser necesario señalar, por ampliamente conocido y reiterado, que la creación de Afi surge como consecuencia de la alianza a finales de 1987, justo en medio del temblor producido en los mercados financieros mundiales por el crac bursátil



Detalle de la antigua sede, en la calle Españolito.



Así empezó todo. Emilio Ontiveros y Ángel Berges, agosto de 1984, 11ª conferencia de la European Financial Association. Manchester.

de octubre de aquel año, de tres profesores de finanzas de la Universidad Autónoma de Madrid: Emilio Ontiveros, Ángel Berges y Francisco José Valero¹.

Las necesidades de las empresas, instituciones y entidades financieras iban a cambiar profundamente en los años siguientes. La globalización, como el cambio climático, era, todavía, una entelequia, aunque las raíces se podían intuir. Pero sobre todo, la entrada como socios de la Comunidad Económica Europea transformaba por completo el marco de actuación de las empresas y entidades españolas.

PRECEDENTES DE AFI: LOS TRABAJOS PARA EL SECTOR ELÉCTRICO

Tras haber inaugurado el suplemento salmón de El País –dirigido por quien después sería su director, Joaquín Estefanía– el primer domingo de 1987, donde Emilio y Ángel firman la columna de opinión y se encargan de incluir toda la información estadística, llegaría el turno a los primeros servicios de consultoría privada, cuyo destinatario, como podría esperarse, no serán las cajas de ahorro, sino el sector eléctrico.

El vínculo de los tres con la consultoría financiera arranca a partir de un estudio para la Asociación Española de la Industria Eléctrica, UNESA. Su objetivo: particularizar el estudio del endeudamiento de las empresas del sector eléctrico español en los mercados internacionales, sin duda el más activo como prestatario debido al intenso proceso inversor que debió abordar el sector en un período de «sequía» financiera doméstica.

Con el estudio, UNESA pretendía argumentar ante la Dirección General de Energía que habían incurrido en unos sobrecostes considerables dado que el sistema financiero español no era lo suficientemente líquido como para financiar los proyectos de inversión que tenían que abordar, entre ellos todos los relacionados con la generación de energía a través de las centrales nucleares.

La relación con el sector energético no acabaría ahí. El trabajo previo había servido a los futuros cofundadores de Afi para ganarse la confianza del sector.

Ante los grandes desajustes financieros del sector eléctrico español, la recién nombrada presidenta de una nueva empresa, Red Eléctrica, Paulina Beato, pide a Emilio que colabore con la Secretaría General de Energía. El encargo era claro: analizar, proponer y pilotar las medidas necesarias para la ejecución de un plan de saneamiento financiero del sector eléctrico y diseñar la formulación de un marco regulador del mismo, buscando interrumpir las malas prácticas financieras del sector, que iban desde la anteposición de la distribución de dividendos sobre el saneamiento financiero a la ausencia de informes de auditoría externa.

Todo el trabajo realizado desembocará, un par de años después, y ya de la mano del nuevo ministro de Industria y Energía, Luis Carlos Croissier, y del nuevo secretario general de energía, Fernando Maravall, en la aprobación del nuevo Marco Legal Estable de la energía, como resultado del acuerdo entre el Gobierno y las empresas eléctricas, que suponía la implantación de un nuevo sistema de cálculo de las tarifas eléctricas.

Esa intensa inmersión en un sector tan relevante como el eléctrico iba a permitir a Afi estar presente, como analista o consultor, en muchas de las transformaciones –reguladoras, corporativas, etc.– que iban a producirse en el sector hasta nuestros días, asesorando a gobiernos de todos los colores.

En todos estos trabajos había quedado patente una habilidad que han atesorado nuestros fundadores durante los años, la capacidad para contentar a ambas partes; en este caso, tanto a las personas del Gobierno como al de las eléctricas. Una fortaleza requerida para las labores de consultoría que a partir de ahí se llevarían a cabo, sobre todo, con las Cajas de Ahorros, como se comentará en el próximo capítulo de la creación de Afi ::

¹ Emilio Ontiveros y Francisco José Valero (Paco) ingresaron como profesores ayudantes en 1976 y 1975, respectivamente. En 1986 Emilio obtuvo la cátedra de Economía de la Empresa, mientras que Valero, en 1983, ganaba la de Economía Financiera y Contabilidad. Ángel Berges se unirá a la Universidad en 1982, tras terminar el doctorado realizado en la Universidad de Purdue, en Estados Unidos (1979-1982), con la beca Fulbright. Conseguirá su cátedra en Economía Financiera y Contabilidad en 1992.



El mes de octubre volvió a ser una muestra de la proyección internacional de Afi, con dos socios realizando sendas conferencias en México y con Afi Escuela de Finanzas participando, por un lado, en la CEE de Shanghai y, por otro, despertando el interés de grandes empresas con el evento Afi4Talent.

Juan Cardenal | Redactor del área de Comunicación de Afi

MASTERCLASS: ENTORNO MACROECONÓMICO Y FINANCIERO GLOBAL

El 9 de octubre, desde México, el director de Afi Research José Manuel Amor impartió su **Masterclass «Entorno macroeconómico y financiero global»**. Compartió una serie de pautas sobre cómo desde Afi se percibe la situación general de la economía global, comentando la recesión que Argentina, Turquía o Sudáfrica podrían sufrir en 2019 debido a las debilidades estructurales de sus economías.



A partir de ahí, José Manuel Amor realizó un extenso y profundo análisis de las previsiones para diversas áreas mundiales desarrolladas (Estados Unidos, Japón, Zona Euro, España...), explicando cómo los últimos acontecimientos habían variado las mismas a la baja. Dedicó un tercio de la presentación a los previsibles efectos que la desaceleración que se prevé para 2019 puede afectar a las economías emergentes como Brasil, China, India o México.

Finalmente trató los temas de la deuda global, con la deuda pública en máximo históricos y la privada no financiera aumentando, tanto durante la crisis como durante la recuperación, y la evolución de la renta variable, con Estados Unidos liderando en beneficios gracias a su reforma

fiscal, mientras que la Zona Euro se ve afectada negativamente por sus políticas proteccionistas.

XVIII SIMPOSIO DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS

El día 19 de octubre fue Pilar Barrios, socia de Afi, quien se trasladó hasta México para participar en el **XVIII simposio de Administración de riesgos**, donde impartió una conferencia sobre el «riesgo estratégico». Comenzó detallando en qué consisten los riesgos en clave financiera y cómo pueden las empresas fortalecerse y mejorar sus resultados en un entorno de riesgo.

Además, trazó una relación de proximidad entre las estrategias corporativas y el riesgo, lo que llevó a Pilar Barrios a tratar el tema central de su ponencia: el riesgo estratégico o, lo que es lo mismo, todos aquellos eventos o situaciones imprevistas (económicas, sociales, geopolíticas tanto conocidas como desconocidas) que pueden convertirse en un riesgo en la implementación de la estrategia empresarial (su reputación, su cuota de mercado, etc.).



Dependiendo del tipo de entidad, el tipo de riesgo puede variar: puede provenir del entorno (competencia, regu-

laciones...), del modelo de negocio, del diseño de la estrategia... a partir de ahí, una empresa puede crecer gracias a esos mismos riesgos si saben adaptarse y amortiguar al máximo sus efectos negativos sobre la empresa.

Afi4Talent

Este 22 de octubre celebramos la tercera edición de **Afi4Talent**, un evento de Afi Escuela de Finanzas para acercar al alumnado recién graduado de nuestros másteres (particularmente Máster en Finanzas Cuantitativas, *Master in Banking & Finance* y Máster en Data Science y Big Data) a las grandes empresas del sector.



Conferencia de EY en el Afi4Talent.

Un sistema para que las empresas se den a conocer como empleadores ante los recién egresados, explicando en qué consisten las prácticas, el método más efectivo para encontrar empleo, y las etapas de la carrera profesional en su entidad. Todo esto sin intermediarios, pudiendo hablar cara a cara con ellos.

Las presentaciones se dividieron en función del Master al que iban dirigidas, con empresas de primer nivel presentándose ante los que podían ser sus futuros empleados y en algunos casos con *alumni* de Afi Escuela de Finanzas explicando cómo había sido su experiencia laboral en unas presentaciones que rondaron una duración de 15 o 20 minutos por cada una.

Esta tercera edición de Afi4Talent volvió a mostrar por qué **Afi Escuela de Finanzas es un centro altamente valorado: las mejores empresas del sector se reunieron para atraer a los futuros talentos que quieren en sus filas.**

Las empresas invitadas a participar fueron BBVA, Álamo Consulting, KPMG, JLL, Pwc, Gms Management Solutions, ETS Asset Management, Imantia Capital, Deloitte, DIA, Banco Santander, Abanca, McKinsey, EY, Solunion, Conento, Imantia Capital, Everis y Grant Thornton.

DESAYUNO: PREVISIÓN SOCIAL COMPLEMENTARIA

Al día siguiente reunimos en Afi a los mayores expertos en pensiones para profundizar en la importancia de la Previsión Social Complementaria en el actual contexto del Sistema Público de pensiones. Para ello contamos con la presencia de José Antonio Herce, director asociado de Afi, Manuel Álvarez Rodríguez, Secretario General de OCOPEN (Organización de Consultores de Pensiones), Carlos Magán, socio de Afi y Pablo Aumente, analistas del Área de Seguros de Afi.

El desayuno, que dio comienzo a las 10:00 y tuvo una gran afluencia de asistentes, se centró en la importancia



Carlos Magán interviene en la ponencia Previsión social complementaria.

que tendrá la Previsión Social Complementaria en los próximos años, especialmente en un país marcado por el envejecimiento paulatino de la población y por el aumento de pensionistas en relación al número de trabajadores activos. Además, se incidió en la importancia de los planes y fondos de pensiones complementarios a la hora de planificar financieramente vidas cada vez más longevas.

Entre los datos que se dieron durante el desayuno destaca el que dejó caer José Antonio Herce acerca de la edad de jubilación: «En 1900 la edad de jubilación era de 65 años y la esperanza de vida de 37 años, mientras que actualmente la edad de jubilación sigue siendo de 65 años y la esperanza de vida de 80 años. Algo de retraso se lleva en esa materia».

También Pablo Aumente dio un dato demoledor acerca de las pensiones y la longevidad: «Respecto a 2016, el número de pensionistas ha aumentado en más de 96.000 y el de cotizantes (trabajadores + desempleados) ha disminuido en 129.271 personas».

CHINA EDUCATION EXPO

Entre los días 27 y 28 de octubre, **Afi Escuela de Finanzas viajó hasta Shanghái para presentar los programas educativos en la China Education Expo**, el principal evento educativo en China donde tuvieron presencia 551 centros de 37 países, y que es organizado por la China Education Association for International Exchange desde hace 18 años.



Afi Escuela de Finanzas en la Expo - Shanghai.

El comité formado por Carolina Pos y Mónica Guardado, directora general de Afi Escuela de Finanzas, pudo dar a conocer los programas de los Másteres y las *summer schools* a los interesados que se acercaron al stand de Afi Escuela de Finanzas, además de reunirse con universidades locales para cerrar acuerdos de colaboración ::



«La Reserva Federal lleva la voz cantante, con ocho subidas de tipos de interés. Hasta ahora el mercado de renta variable ha ignorado el efecto acumulativo de tales subidas. Pero parece que llegó el momento de reconocer que se ha producido un cambio de ciclo monetario»

La empresa, los bancos centrales y los mercados

La temida corrección bursátil parece estar haciéndose realidad. Todas las alarmas han sonado, y hay varias razones por las que nos adentramos hacia un período en el que la renta variable sufrirá bajadas continuadas. Los factores subyacentes tienen que ver con la evolución de los beneficios empresariales, las políticas de los bancos centrales y la incertidumbre geopolítica.

Los beneficios empresariales han subido gracias a que la demanda se ha recuperado notablemente, tanto en Europa como en Estados Unidos. Además, la rebaja republicana del impuesto de sociedades ha supuesto un aldabonazo sin precedentes. Si a ello unimos la desregulación medioambiental, resulta claro que las empresas operan ahora en Estados Unidos en unas condiciones muy favorables a corto plazo, con independencia de si, a largo, esas políticas son positivas para la sociedad en su conjunto. Además, las subidas salariales han sido bastante modestas, sobre todo dado el bajo nivel de desempleo. Pero ya lo han advertido tanto las empresas tecnológicas como las de construcción e infraestructuras: que la racha de beneficios crecientes toca a su fin.

Un segundo factor es la necesidad –quizás no urgente– de que los bancos centrales reajusten sus balances después de una década de políticas monetarias acomodaticias. La Reserva Federal lleva la voz cantante, con ocho subidas de tipos de interés. Hasta ahora el mercado de renta variable ha ignorado el efecto acumulativo de tales subidas. Pero parece que llegó el

momento de reconocer que se ha producido un cambio de ciclo monetario.

El tercer factor se refiere a los riesgos geopolíticos. El más importante es el derivado de las guerras comerciales que se han desatado desde que Trump llegó al poder. Pero también hay otros, como el ascenso del populismo económico en Asia, América Latina y Oriente Próximo. Tampoco ayuda que las instituciones internacionales gocen de un escaso grado de legitimidad.

Me preocupa especialmente el asunto de la debilidad institucional. Los ataques populistas y nacionalistas a todo tipo de instituciones –desde Naciones Unidas y el Fondo Monetario Internacional hasta los distintos bancos centrales y la Unión Europea– generan volatilidad, incertidumbre y una sensación de zozobra. Resulta difícil vislumbrar qué pueda ocurrir en los próximos meses o años.

No cabe duda de que, en estas condiciones, tarde o temprano, se producirá un retraimiento de la inversión empresarial. La empresa necesita claridad y cierto grado de certidumbre para lanzar nuevos proyectos. No resulta nada tranquilizador que los mercados de valores se sumen ahora a la sensación general de volatilidad.

Es precisamente en estas circunstancias cuando los Gobiernos deben ejercer de contrapeso ante los vaivenes del mercado. Es quizás la primera vez desde la última crisis que los Gobiernos se sitúan en una encrucijada. Pueden tomar el camino de la pacificación de los mercados mediante políticas firmes y sostenidas. O, por el contrario, pueden agravar la situación lanzándose a aventuras inciertas ::

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



Octubre Rojo en los mercados

«Que lo mejor del ciclo expansivo global queda ya atrás parece una certeza si observamos los indicadores de corte adelantado publicados en los últimos meses.»

Octubre se ha saldado con un intenso deterioro del sentimiento de mercado y correcciones fuertes y rápidas, del orden del diez por ciento, en la mayoría de bolsas desarrolladas. También en las principales plazas emergentes, lideradas por la continuidad del mercado bajista en acciones chinas, aunque con excepciones notables como Brasil, donde los inversores han saludado la victoria de Jair Bolsonaro en las elecciones presidenciales con ganancias en el Bovespa y el real.

No solo han sufrido las bolsas. El castigo ha sido también sustancial en la deuda corporativa de peor calidad crediticia o *high yield*, cuyo diferencial frente a la deuda soberana en dólares y euros repuntaba hasta su nivel más elevado desde 2016, generando pérdidas de cierto calado. Y como suele suceder en este tipo de entornos, los activos refugio tradicionales (yen, deuda alemana, oro y franco suizo), se han visto beneficiados.

Se trata del segundo episodio de correcciones intensas en los mercados financieros en lo que llevamos de 2018, un ejercicio que está siendo mucho más complicado para los inversores que los dos anteriores. En cierto modo, que las condiciones de mercado iban a estar este año marcadas por una mayor volatilidad era algo que a finales de 2017

muchos ya anticipamos (así lo hicimos en nuestras Jornadas de Análisis Económico y de Mercados de noviembre pasado).

Nuestro razonamiento tras dicha expectativa se basaba, por un lado, en la existencia de valoraciones de activos cada vez más exigentes y, por otro, el efecto combinado de la reducción en la provisión de liquidez incremental y avance en el proceso de normalización monetaria por parte de los principales bancos centrales, y la incertidumbre generada por una larga lista de eventos de alto riesgo de naturaleza geopolítica (*Brexit*, formación de gobierno en Italia, elecciones en México y Brasil, amenaza proteccionista por parte de EEUU). En otras palabras, el régimen o estado de las cosas de 2016-2017, en el que la política monetaria actuaba como un «bálsamo de fierabrás» ante cualquier evento de riesgo, ha tocado a su fin.

En todo caso, y más allá de este «cambio de estado», este octubre rojo en los mercados se ha gestado en un entorno de rápido desplazamiento al alza de los tipos reales en EE.UU., paralelo a la generalización de señales de debilitamiento de la expansión económica global. Que lo mejor del ciclo expansivo global queda ya atrás parece una certeza si observamos los indicadores de corte adelantado publicados en los últimos meses. Concluir que estamos ante el ini-

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

cio de un episodio de intensa desaceleración o incluso, como algunos colegas auguran, a las puertas de un nuevo episodio de recesión, nos parece poco justificado. En cuanto a los tipos de interés, además del alza de tipos reales a largo plazo citada arriba, su escasa flexión a la baja ante las intensas caídas de las bolsas puede interpretarse, al menos en parte, como un refrendo a la convicción mostrada por la Reserva Federal a la hora de seguir elevándolos. En el caso de los tipos en euros, el refugio en la deuda alemana provocado por el abandono de posiciones en Italia ha convivido con una mínima cesión en las expectativas de inicio de la normalización monetaria por parte del BCE. Ambos son reflejos de que, en ausencia de un hundimiento de la actividad, la normalización monetaria va a seguir su curso. La famosa put de los bancos centrales hoy apenas cotiza en los mercados.

En esta tesitura, la pregunta que la comunidad inversora se realiza ahora es si debe aprovecharse el ajuste en las valoraciones de la renta variable (que nos devuelve a niveles promedio de los últimos diez años en muchos índices) para elevar la exposición a este activo. En nuestra opinión, una desaceleración moderada del ritmo de expansión del ciclo global –en ningún caso recesión sin existir de forma previa una materialización de los riesgos de cola en materia geopolítica– debiera permitir que el crecimiento de beneficios, si bien a menor tasa que la observada en los últimos dos años, continúe ejerciendo una tracción positiva sobre el precio de las acciones. Ahora bien, el nivel de exposición debería ser, o bien algo inferior a la mantenida en los últimos años, o bien cubrirse con un mix de liquidez y deuda del Tesoro EE.UU. a corto y medio plazo ::



«Consiguió formarse asistiendo a una universidad clandestina, ya que, en aquella época, las mujeres no podían estudiar en la formación reglada.»

La «Madame» de las ciencias

Si hay un nombre que a todos nos viene a la mente cuando hablamos de las mujeres más influyentes de la historia, ese sin duda es el de Marie Curie.

Su personaje siempre ha estado unido a las investigaciones en el campo de la ciencia, en Física y Química, materias en las que ha conseguido el Premio Nobel. Porque, efectivamente, esta «gran mujer» fue la primera persona en conseguir dos veces el Premio Nobel, aparte de numerosos reconocimientos adicionales.

Pero su historia, más allá de sus logros, es lo que merece la pena destacar. Desde muy jovencita tuvo claro que quería dedicarse a estudiar y, a pesar de criarse en una Polonia ocupada por los rusos, consiguió formarse asistiendo a una universidad «flotante» clandestina en Varsovia, que admitía mujeres y que tenía que cambiar de sede para poder impartir su formación, ya que, en aquella época, las mujeres no podían estudiar en la formación reglada.

En plena Guerra Mundial se fue a París, donde para subsistir y poder estudiar llegó a un acuerdo con su hermana para que, mientras una estudiara, la otra trabajara, y viceversa. Así, después de trabajar varios años de institutriz para sobrevivir en París y pagar los estudios de su hermana, logró estudiar y matricularse en la Universidad de la Sorbona.

Tras sus estudios consiguió ser la primera mujer en ocupar un puesto de profesora en la Universidad de París.

Durante la Primera Guerra Mundial, ante la imposibilidad de ayudar a su país, apoyó al ejército francés convirtiéndose en la directora del Servicio de Radiología de la Cruz Roja francesa. Diseñó unidades móviles de radiografía para apoyar a los cirujanos en el campo de batalla, a las que llamó «ambulancias radiológicas» pero que llegarían a conocerse con el nombre de «petit Curie».

Su vida ha estado ligada siempre a la investigación, pasión que compartió con su marido y su hija mayor Irene, que recibiría también el Premio Nobel de Química en 1935, un año después de fallecer su madre. Marie Curie finalmente murió a los 66 años de edad a causa de su contacto con las radiaciones, a las que siempre estuvo expuesta en sus numerosas investigaciones.

A Madame Curie, como muchos la conocen, hay que agradecerle además de todos sus logros científicos, que haya sido fuente de inspiración y ejemplo para muchas mujeres científicas. Y que su personaje, hoy en día, sirva para que las niñas vean natural que una mujer se dedique a la ciencia. Y si no, hagan la prueba y pregunten a las niñas de 10 años si conocen a Marie Curie ::

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



«Tenemos un tesoro en el bolsillo y no lo sabemos o dejamos que caduque. Ahora bien, ¿cómo lo totalizamos y lo convertimos en algo tan importante como una renta vitalicia que complemente nuestra pensión?»

Pensiones X: puntos Elena... de pensión

Primero las primeras cosas. No soy el primero en hablar de esto, ni será el último. La idea es sencilla de comprender en menos de «dos tardes», más indolora que los «dos eurillos» de ahorro mensual para la jubilación que alguien mencionó hace poco y puede ser más eficaz que todo el entramado de previsión social complementaria que hemos creado en España en los últimos treinta años.

No serán las entidades convencionales quienes la desarrollen *urbi et orbi*, menos aún las administraciones y, si alguien está llamado a adoptarla, serán precisamente quienes hoy ni pueden ni quieren adoptar las alternativas más canónicas, sea por falta de fe, de recursos o de interés por estas. O por una mezcla de estos tres motivos capitales.

En el panorama cotidiano de la economía doméstica y la vida cotidiana los elementos básicos que caracterizan a esta idea han estado presentes desde mucho antes de que la mitad de los ciudadanos de este y muchos otros países naciesen. Los recolectaban nuestras madres mientras que hoy ni nos enteramos o, si nos enteramos, los despreciamos a menudo.

Pero hay quienes, con ellos, realizan vuelos transatlánticos, adquieren móviles, se van de fin de semana o, simplemente, los acumulan sin reparar en el valor que van adquiriendo sus montañitas a medida que pasa el

tiempo. Muchos de estos «puntos» (por si no lo han adivinado ya, les diré que son puntos) ya se pueden convertir en derechos homogéneos, acumular, transferir o redimir de diversas maneras.

Imaginen que cada punto vale el 3% de una compra cualquiera y que, en el curso de nuestra vida, digamos, entre los 20 y los 65 años, cualquiera de nosotros realiza compras de todo tipo (a euros constantes de hoy) por valor de 20.000 euros al año. Pues acumularíamos unos 27 mil euros que, convertidos en una renta vitalicia pura (consumo del 100% del capital) nos daría unos 135 euros al mes durante 22 años. Además, durante nuestra jubilación seguiríamos acumulando puntos convertibles en euros que añadirían puede que otros 50 euros al mes.

En una perspectiva macroeconómica, si durante 45 años acumulásemos esos puntos a razón del 3% del consumo final de los hogares (en euros de 2018) alcanzaríamos con estos ahorros hasta un 76% del PIB de este mismo año, algo más de 900 mil millones de euros. Todo esto es mucho, pero mucho más que los activos previsionales acumulados hoy en el sistema de planes y fondos de pensiones y seguros de pensiones desde hace tres décadas, como decía.

Pero no se olviden de que todos los niños compran muchas cosas y les dan enormes descuentos y puntos por ello

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

que también podrían acumular. Aunque los niños son los que más giro y uso dan a los puntos que obtienen. También los adolescentes, que sacan puntos por todos los sitios.

¿Se acuerdan de cómo nuestras madres pegaban los puntos Elena, que les daba una marca de detergentes por comprar sus productos, en una cartilla de papel y los canjeaban por platos y vasos de marca Duralux, irrompibles? Pues entre puntos Elena, millas de compañías aéreas, descuentos por fidelidad en gasolineras o restaurantes de comida rápida, tiendas de chuches, cupones regalo por compras singulares o vales «IXIO» de los supermercados de barrio, se puede acabar reuniendo, como hemos visto, una pequeña fortuna.

Está claro, tenemos un tesoro en el bolsillo y no lo sabemos o dejamos que caduque. Ahora bien, ¿cómo lo totalizamos y lo convertimos en algo tan importante como una renta vitalicia que complementa nuestra pensión? No es tan difícil, aunque no es sencillo. La mecánica es muy simple y ya existe en el mercado: el registro digital de todos esos cupones y descuentos, su conversión a puntos equivalentes, su totalización en una cuenta individual y su eventual redención por lo que deseemos. Cada vez más los emisores de estos cupones o descuentos aceptan, con tal de fidelizar a sus clientes, que estos puedan redimirlos en la competencia, incluso. No en sus propios productos. No tiene gracia pasarse la tarde jugando con una de esas máquinas de salón que marean una bolita de acero haciendo un ruido estridente y que

luego te den un premio para... seguir jugando. Así que ya se acepta que la redención de esos puntos y descuentos se haga en forma de efectivo (del que se descuenta una pequeña comisión para el operador de esta transacción), y esto va a dar lugar, pasados muchos años, a un pequeño capital con el que comprar una rentita vitalicia.

Esto no era posible en el tiempo de nuestras madres, ni en la Edad Media, pero hoy sí. Se sorprenderían al saber la enorme cantidad de ideas que fracasaron en los muchos siglos precedentes porque el registro de las operaciones y el mantenimiento seguro de dichos registros era imposible con las tecnologías del momento. Además, los monasterios en los que se guardaban esos registros se incendiaban cada cierto tiempo. Pero las ideas eran brillantes, solo que llegaban demasiado pronto. Hoy, muchas de esas ideas (las que se han salvado en los códices) se están rescatando porque la tecnología que permite implementarlas por fin existe y está probada.

No lo piensen más o mejor dicho, piénsenlo bien. Introduzcamos cuanto antes los puntos Elena y toda su saga. Puede que, al saber que los clientes van a redimir con otros la totalidad de los puntos que antes despreciaban, los emisores reduzcan la oferta de este activo que nos llega gratuitamente, pero creo que no lo harán, porque, si lo hiciesen, eso les desprestigiaría y si no lo hacen ganarán muchísimo prestigio, ya que estarán contribuyendo a la sostenibilidad y suficiencia de las pensiones. Ahí es nada::

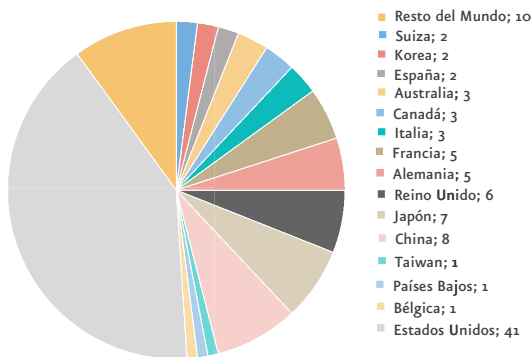


«La riqueza mundial sigue creciendo. Durante los doce meses últimos, hasta mediado 2018, la riqueza agregada global creció en 14 billones de dólares, hasta 317 billones»

La riqueza mundial

El informe de Credit Suisse sobre la evolución y la distribución de la riqueza mundial (*) se ha convertido en la pieza analítica más amplia y actualizada al respecto. Analiza la riqueza de 4.700 millones de adultos a lo largo del mundo, países ricos y pobres. Los países analizados cubren el 65% de la población mundial y mantienen el 96% de la riqueza global. La que acaba de aparecer es la novena edición. De ella podemos deducir algunas conclusiones que son relevantes.

Número de millonarios en dólares
(% del total mundial)



Fuente: James Davies, Rodrigo Lluberas y Anthony Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2018.

Las traslado tal cual:

a) La riqueza mundial sigue creciendo. Durante los doce meses últimos, hasta mediado 2018, la riqueza agregada global creció en 14 billones de dólares, hasta 317 billones, un crecimiento del 4,6%. Ese crecimiento relativamente moderado en 2018 es en gran

medida consecuencia del comportamiento de los mercados de acciones, aunque cada día es más explícito el aumento de los activos no financieros en los patrimonios de los más ricos. Ha sido la importancia de este tipo de activos la que ha llevado a una revisión de datos hasta mediado el año pasado, siendo las clases medias de China, pero también de España los principales beneficiarios de esa revisión.

b) El número de millonarios también ha crecido en los últimos doce meses, en 2,3 millones, hasta 42,2 millones.

c) Es en EE.UU. donde sigue creciendo en mayor medida la riqueza, tras la crisis financiera global. Pero China y Europa siguen inmediatamente detrás. China ya es la segunda en la liga de la riqueza mundial, ha sobrepasado a Japón en el número de «ultra-ricos», en la riqueza total y en el número de millonarios. Pero, como la distribución no es precisamente la más homogénea, la riqueza media por adulto en China (47.810 dólares a mediados de 2018) sigue muy por debajo del nivel de Japón (227.240 dólares).

d) Las estimaciones sobre la evolución previsible del número de millonarios globales sitúan esa cifra en 55 millones en 2023, un aumento de casi 13 millones desde los niveles de mediados de 2018. En España se pasará de los 852.000 a 1.201.000 en 2023, como se aprecia en uno de los gráficos.

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

CAMBIO EN EL NÚMERO DE MILLONARIOS POR PAÍSES (MILES)

GANANCIAS PRINCIPALES

País	Adultos con riqueza por encima de 1 millón de dólares estadounidenses		
	2017	2018	Evolución
Estados Unidos	16.742	17.350	878
Francia	1.888	2.147	259
Alemania	1.929	2.183	253
Reino Unido	2.189	2.433	244
Italia	1.161	1.362	200
China	3.294	3.480	186
Japón	2.715	2.809	94
España	792	852	60
Países Bajos	438	477	40
Canadá	1.257	1.289	32
Mundial	39.845	42.155	2.310

Fuente: James Davies, Rodrigo Lluberá y Anthony Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2018.

PÉRDIDAS PRINCIPALES

País	Adultos con riqueza por encima de 1 millón de dólares estadounidenses		
	2017	2018	Evolución
Brasil	190	154	-36
Australia	1.320	1.288	-32
Suecia	368	348	-20
Turquía	96	79	-16
Argentina	29	21	-9
Nueva Zelanda	162	155	-7
Israel	117	111	-6
México	115	109	-6
Mundial	39.845	42.155	2.310

EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE MILLONARIOS

País	Número (miles)		Evolución (%)
	2018	2023	
Estados Unidos	17.350	20.478	18
China	3.480	5.647	62
Japón	2.809	3.769	34
Reino Unido	2.433	3.151	30
Alemania	2.183	3.077	41
Francia	2.147	3.016	40
Canadá	1.289	1.991	54
Australia	1.288	1.814	41
Italia	1.362	1.808	33
España	852	1.201	41
Corea	754	1.026	36
Suiza	725	988	36
Países Bajos	477	639	34
Bélgica	424	588	39
Taiwan	521	567	9
Suecia	348	452	30
Dinamarca	243	326	34

Fuente: James Davies, Rodrigo Lluberá y Anthony Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2018.

e) En el nivel más bajo de la distribución de riqueza existen 3.200 millones de adultos. El 64% de la población total de adultos vive con una riqueza inferior a 10.000 dólares, que corresponde a solo el 1,9% de la riqueza global. El 1% más rico (los que disponen de activos netos superiores a 870.000 dólares) dispone de la mitad de la riqueza mundial.

f) Las mujeres ascienden: su riqueza representa aproximadamente el 40% de la total global. Tiene mucho que ver con la capacidad para emprender de las asiáticas. A pesar de esos signos de progreso, en los países más avanzados algunas categorías de mujeres –las madres solteras y las divorciadas– mantienen todavía una clara desigualdad de oportunidades ::

(*) Credit Suisse Global Wealth Report.

