

 empresa global

 Afi

192

Abril 2019

La inversión española en Reino Unido ante el «brexit»

Finanzas islámicas

Presente y futuro de la gestión de activos

«FinTech» la gran oportunidad

ESTRATEGIA GLOBAL

Qué ocurre cuando la regulación y la supervisión no funcionan

LA FIRMA DE MERCADOS

Pendiente de la curva y recesión

#MUJERESQUETRANSFORMAN

Greta

HOMO OECOMICUS

Laponia II: 12,5 y los servicios

PASEO GLOBAL

Delicado sector exterior





Empresa Global

Nº 192 (abril 2019)

EDITA

Afi

C/ Marqués de Villamejor, 5. 28006 Madrid

Tel.: 91 520 01 00 • Fax: 91 520 01 43

E-mail: empresaglobal@afi.es • www.empresaglobal.es

@Afi_es

DIRECCIÓN

Silvia Meattini

EDICIÓN

Verónica López Sabater, Ángela Sánchez y Juan Cardenal

COLABORAN EN ESTE NÚMERO

José Manuel Amor, Juan Cardenal, Ana Domínguez, Emilio Escartin, Gonzalo García, Rodrigo García de la Cruz, Mónica Guardado, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Luis Megías y Emilio Ontiveros

CONSEJO DE REDACCIÓN

Emilio Ontiveros

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

PUBLICIDAD Tel.: 91 520 01 38 Fax: 91 520 01 43

PORTADA hof12

DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN

Valle González, Dori Cobo y Daniel Sánchez Casado

Tiempos de cambio e incertidumbre

La incertidumbre se ha instalado en la política global y está generando numerosos riesgos económicos. El tema de portada de esta edición de Empresa Global «**Barómetro de la inversión española en el Reino Unido**», que parte del informe elaborado por Afi para la Cámara de Comercio de España en el Reino Unido, revela la magnitud de algunos de estos riesgos. Así, pese a la solidez de la apuesta del sector empresarial español por el mercado británico, la **incertidumbre en torno a las condiciones de salida del Reino Unido puede alterar futuras decisiones empresariales**.

En esta misma línea, **José Manuel Amor** advierte en su tribuna de que los temores sobre una posible recesión en el área euro, y una desaceleración algo más profunda en Estados Unidos, siguen muy vivos. **Emilio Ontiveros** también llama la atención sobre la situación económica, centrando su tribuna en la **delicada situación en la que se encuentra el sector exterior en España**, que pese a haber resistido la pasada crisis económica, comienza a dar señales de debilidad que precisan atención.

José Antonio Herce continúa profundizando en su análisis de lo que ha denominado «Laponia», para centrarse en esta ocasión en la **escasez de servicios que asola las regiones más despobladas de España** y en el papel que la tecnología puede jugar para aportar soluciones.

A parte de los efectos económicos y sociales de la incertidumbre, nos detenemos también en las **finanzas islámicas** como una nueva vía de financiación alternativa a las finanzas convencionales y su aproximación a las inversiones éticas, de impacto social y de crecimiento sostenible.

Además, presentamos un ciclo de artículos sobre la **nueva oferta formativa** que Afi Escuela ha puesto en marcha coincidiendo con su 25 aniversario. En esta primera entrega presentamos, en la sección Escuela, el «Presente y futuro de la gestión de activos» en relación al nuevo **Máster en Gestión de Carteras** y desgranamos las oportunidades del mercado *FinTech* en la sección de Tecnología, refiriéndonos al **Fintech & digital banking Executive Program (FiDEX)**.

Por otro lado, recogemos los principales eventos que Afi Escuela ha celebrado en marzo, con especial atención **a las jornadas celebradas con motivo del día internacional de la mujer y por el primer aniversario del ciclo #MujeresQueTransforman**.

Mauro F. Guillén analiza los problemas de seguridad derivados de los recientes accidentes en aviación comercial, haciendo hincapié en la necesidad de reforzar la regulación, mientras que **Mónica Guardado** centra su columna de #MujeresQueTransforman en el nuevo gran referente de lucha contra el cambio climático –**Greta Thunberg**– abordando además aspectos relativos a la diversidad y la igualdad de género ::

TEMA DE PORTADA

La inversión española en el Reino Unido ante el «brexit»

La apuesta del sector empresarial español por el mercado británico es sólida y no se ha resentido con la salida del Reino Unido de la Unión Europea.
Pág. 3



PERSPECTIVAS

Finanzas islámicas

Una nueva vía de financiación alternativa a las finanzas convencionales y su aproximación a las inversiones éticas, de impacto social y de crecimiento sostenible.
Pág. 6



ESCUELA

Presente y futuro de la gestión de activos

La industria de gestión de activos se encuentra actualmente inmersa en un proceso de transformación inédito desde que existe en nuestro país.
Pág. 10



TECNOLOGÍA

«FinTech», la gran oportunidad

El sector «FinTech» goza de muy buena salud a nivel mundial ya que hasta el año pasado se habían invertido más de 100.000 millones de dólares en esas compañías.
Pág. 12



PUERTAS ABIERTAS

#MujeresQueTransforman cumple su primer año

Afi Escuela de Finanzas ha conmemorado este aniversario, coincidiendo con el Día Internacional de la Mujer con una semana dedicada a poner en valor el talento femenino, realizando acciones y eventos centrados en destacar y apoyar el papel de la mujer en el mundo laboral.
Pág. 14



ESTRATEGIA GLOBAL
Qué ocurre cuando la regulación y la supervisión no funcionan
MAURO GUILLÉN
Pág. 16



MERCADOS FINANCIEROS
Pendiente de la curva y recesión
JOSÉ MANUEL AMOR
Pág. 17



#MUJERES QUE TRANSFORMAN
Greta
MÓNICA GUARDADO
Pág. 19



HOMO OECONOMICUS
Laponia II: 12,5 y los servicios
JOSÉ ANTONIO HERCE
Pág. 20



PASEO GLOBAL
Delicado sector exterior
EMILIO ONTIVEROS
Pág. 22



La inversión española en el Reino Unido ante el «brexit»

[Stock]/Getty Images

La apuesta del sector empresarial español por el mercado británico es sólida y no se ha resentido con la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Si bien, el *brexit* ha despertado cierta preocupación en las empresas establecidas en el Reino Unido, sobre todo en términos del efecto en el clima de negocios y en la propia evolución de la economía británica. La incertidumbre en torno a las condiciones de salida del Reino Unido podrá alterar futuras decisiones empresariales.

Gonzalo García @gongarand | Analista del área de mercados de Afi
Ana Domínguez @Adoguez | Consultora del área de Economía Aplicada de Afi

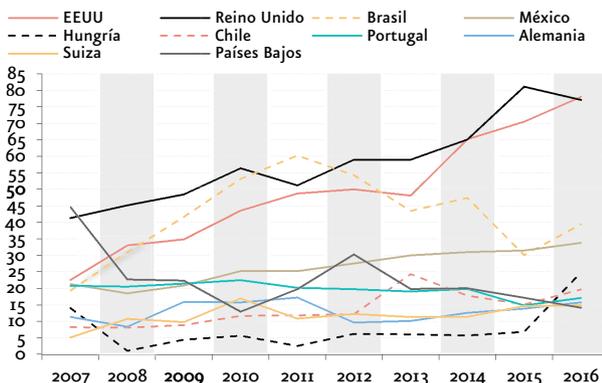
La inversión extranjera directa (IED) ha sido una de las palancas más potentes de internacionalización para las empresas españolas. La posición de inversión española en el exterior, a finales de 2016, alcanzó los **500.000 millones de euros, el 42% del PIB**. El Reino Unido es una de las economías con la que las relaciones de IED son más intensas. Afi elaboró en 2018 la cuarta edición del «[Barómetro sobre clima y perspectivas de la inversión británica en España](#)» para la Cámara de Comercio Británica en España, en el que se refleja el mantenimiento del compromiso inversor con nuestro país y la evolución de la percepción de las empresas británicas sobre el clima de negocios español.

Desde que el Reino Unido votó a favor de abandonar la Unión Europea en junio de 2016, el interés de

las empresas y de los gobiernos por conocer las implicaciones para la IED ha aumentado de manera notable. Así, el pasado 26 de febrero de 2019 se presentó en la Embajada de España en Londres el primer «Barómetro de la inversión española en el Reino Unido», elaborado por Afi para la Cámara de Comercio de España en el Reino Unido. La presentación contó con la presencia de la secretaria de Estado de Comercio de España y del ministro británico para la Inversión.

El Barómetro combina el análisis pormenorizado por sectores de los datos del Registro de Inversiones Exteriores de la Secretaría de Estado de Comercio con los resultados de una encuesta ad-hoc a empresas españolas socias de la Cámara con inversiones en el Reino Unido. El mensaje principal que arroja es alentador: **la apuesta de las empresas españolas por el**

Evolución histórica del stock de IED española, por país (miles de millones de euros)



Fuente: Afi, Secretaría de Estado de Comercio.

mercado británico es sólida y no se ha resentido con el *brexit*. No obstante, existe preocupación por el impacto del *brexit* en el clima de negocio y en la evolución de la economía británica.

DESEMPEÑO DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN EL REINO UNIDO

El Reino Unido ha sido de manera sistemática un destino primordial de la IED española. La posición (stock) de inversión de las empresas españolas casi se ha duplicado entre 2007 y 2016, llegando a alcanzar los **77.077 millones de euros, el 16,8% del total de inversión española en el exterior**. Si se atiende a la evolución de los flujos de IED española (medida distinta y no aditiva respecto a la posición), el Reino Unido ha recibido la mayor suma de flujos acumulados desde el inicio de la serie histórica. El stock de IED española en el Reino Unido se concentra en los sectores de servicios financieros, las telecomunicaciones, la comercialización de energía eléctrica, los seguros, las concesiones de infraestructuras y las actividades de consultoría empresarial.

Hasta el momento, no se aprecia un impacto negativo significativo del *brexit* sobre la inversión española en el Reino Unido. El volumen de inversión española en el mercado británico ha repuntado en la fase de expansión de la economía española y, hasta el tercer trimestre de 2018, no parecía haber sufrido un deterioro acusado achacable al *brexit*. Los flujos hacia el Reino Unido han sido los de mayor entidad de toda la IED española en 2016 y 2017, y los segundos de mayor entidad en los tres primeros trimestres de 2018. No obstante, la incertidumbre, la antelación con la que se adoptan las decisiones sobre inversión directa y la percepción del deterioro del clima de negocios por parte de las empresas españolas aconsejan cautela respecto a la evolución futura.

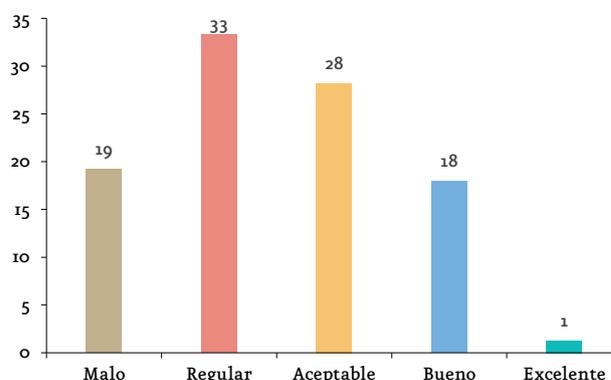
Utilizando la tabla input-output de la economía británica se estima que la IED española en el Reino Unido ha contribuido a la **generación de al menos 126.260 empleos en 2016, lo que supone el 0,4% del total del empleo nacional**.

VISIÓN DE LAS EMPRESAS ESTABLECIDAS EN EL MERCADO BRITÁNICO

El clima de negocios en el Reino Unido sufrió cierto deterioro en 2018, según la opinión de cerca de tres de cada cuatro empresas españolas con inversiones en el mercado británico que han respondido a la encuesta realizada para el «Barómetro de la inversión española en el Reino Unido». El aspecto relativo a dicho clima de negocios que ha recibido una peor puntuación por parte de las empresas se refiere al riesgo político, tanto vinculado a la estabilidad institucional como a la cohesión territorial. Por el contrario, la digitalización de la economía británica y de las empresas es el

Valoración global de las empresas españolas sobre el clima de negocios británico

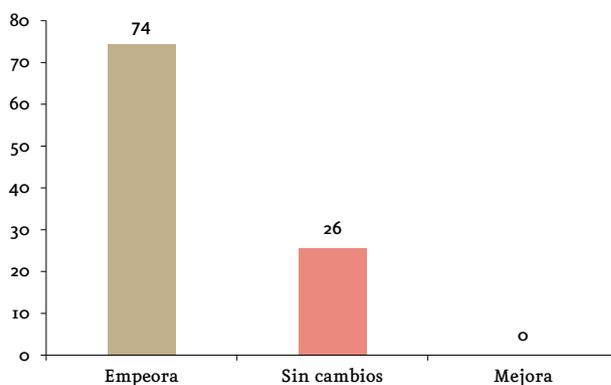
(% respuestas)



Fuente: Afi, «Barómetro de la inversión española en el Reino Unido».

Cambio percibido en el clima de negocios del Reino Unido en los últimos 12 meses

(% respuestas)



Fuente: Afi, «Barómetro de la inversión española en el Reino Unido».

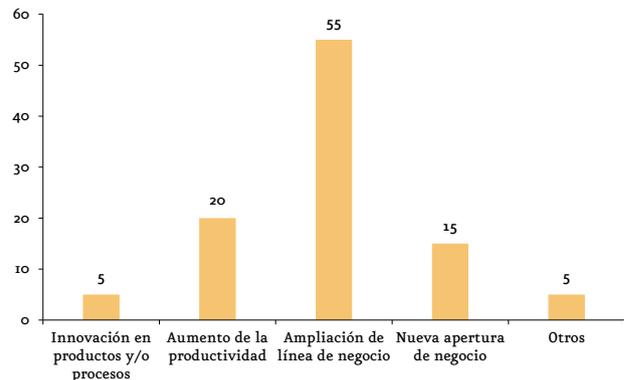
aspecto mejor considerado. No en vano, al menos un **45% de las empresas** consideran que el avance de la **transformación digital y la transparencia** en las relaciones entre las empresas y las Administraciones públicas son buenas o muy buenas.

En cuanto a las expectativas de las empresas sobre la evolución de la economía del Reino Unido y de la propia actividad empresarial, cabe destacar que las firmas mantienen unas mejores perspectivas para esta última que para la economía británica. Así, más de la mitad espera incrementar su facturación en ese mercado en el conjunto de 2019. A la par que una de cada cuatro prevé aumentar su inversión en el Reino Unido este año y un **32% espera ampliar su plantilla en el país**. Los principales objetivos de las nuevas inversiones previstas son la expansión de las líneas de negocio y el aumento de la productividad. Asimismo, dichas inversiones irían destinadas sobre todo a acciones de marketing y al desarrollo de nuevos productos.

En relación con el *brexit*, más de la mitad de las empresas no prevén que incida en sus planes de inversión en el mercado británico en 2019. Y es que un 51% de las empresas afirma haber cambiado su política de inversión desde el inicio de las negociaciones de la salida de Reino Unido de la UE. No obstante, entre las empresas que sí consideran que este proceso afectará a sus inversiones (43% de las que responden a la encuesta), muchas esperan un elevado impacto.

En definitiva, las empresas españolas no han alterado de manera sustancial su interés por estar pre-

Principales objetivos de ampliación de las inversiones españolas en el Reino Unido (% respuestas)



Fuente: Afi, «Barómetro de la inversión española en el Reino Unido».

sentes en Reino Unido, pero el *brexit* es sin duda **una amenaza tanto por sus implicaciones futuras como por la incertidumbre que genera**. Los últimos datos, publicados después del Barómetro, apuntan a una reducción de los flujos de inversión española hacia Reino Unido en el último trimestre de 2018. Son un recordatorio de que las perspectivas futuras sobre la IED española en el mercado británico estarán muy condicionadas por cómo se materialice finalmente la salida y el alcance de la relación económica y comercial futura entre la UE y el Reino Unido ::

Finanzas islámicas



Una nueva vía de financiación alternativa a las finanzas convencionales y su aproximación a las inversiones éticas, de impacto social y de crecimiento sostenible.

Emilio Escartin @EmilioEscartin | Profesor de Finanzas Islámicas y antiguo Vicepresidente del Banco de Desarrollo de Bahrain (Reino de Bahrain)

Las finanzas islámicas son recogidas en la **definición que otorga la Shari'ah Law** (Ley islámica) a la estructuración de sus productos en instrumentos de financiación/inversión destinados a inversores, ya sean tanto a particulares como a empresarios, gobiernos y corporaciones.

Existe un abanico amplio tanto de productos de activo, pasivo y seguros, cada uno de ellos relacionado con la actividad empresarial para los que están diseñados (fabricación, *leasing* operativo y/o financiero, *project finance*, infraestructuras, agricultura y/o ganadería, actividad inmobiliaria, participaciones en capital, depósitos de ahorro o a la vista, pólizas de seguros, etc.)

Los principios sobre los que se asientan las finanzas islámicas se resumen los siguientes puntos inspirados de las fuentes de la *Shari'ah Law*:

- **Prohibición de tipos de interés como tales («riba»)** aunque sí permite cargar un margen en la operación;
- **Prohibición en las transacciones en las que existe incertidumbre («gharar») y/o ambigüedad («jahala»)** de manera que deja fuera a los derivados financieros (*forward*, opciones y futuros, y *hedge funds*);
- **Prohibición de actividades ilícitas («haram») que vayan en contra de los principios morales y religiosos de la Shari'ah** (inversiones en droga, alcohol o productos derivados del cerdo, contrabando de armas, juegos de azar, industria cinematográfica inmoral).

El objeto de la actividad financiada por las finanzas islámicas no debe perjudicar a la sociedad ni a las personas.

LAS FINANZAS ISLÁMICAS EN EL MUNDO

Aproximadamente un tercio de la población mundial es musulmana y solo un 2% de los activos gestionados a nivel mundial lo son bajo estructuras *Islamic Finance* (productos financieros islámicos).

Las finanzas islámicas han crecido a tasas cercanas al 20% hasta llegar a día de hoy a representar cerca de 3 billones de dólares. Es probable que para 2025 representen más de 8 mil millones de dólares.

En la bolsa de valores del Reino Unido (London Stock Exchange) se han realizado emisiones de más de 65 *Sukuk* (similar a una emisión de bonos en las finanzas convencionales) por importe superior a 48 mil millones de dólares procedente de emisores como el Islamic Development Bank (Banco Islámico de Desarrollo, con sede en Jeddah Saudi Arabia, y perteneciente a 57 diferentes países miembros); Al Rayan Bank; Abu Dhabi Islamic Bank; Emirates Airlines; Islamic Corporation for the Development of the Private Sector; Banque Saudi Fransi, Emirates Islamic Bank; Majjid Al Futtaim; Saudi Electricity Company; First

Global Bank; y Gobiernos como el de Bahrain o Qatar entre otros emisores.

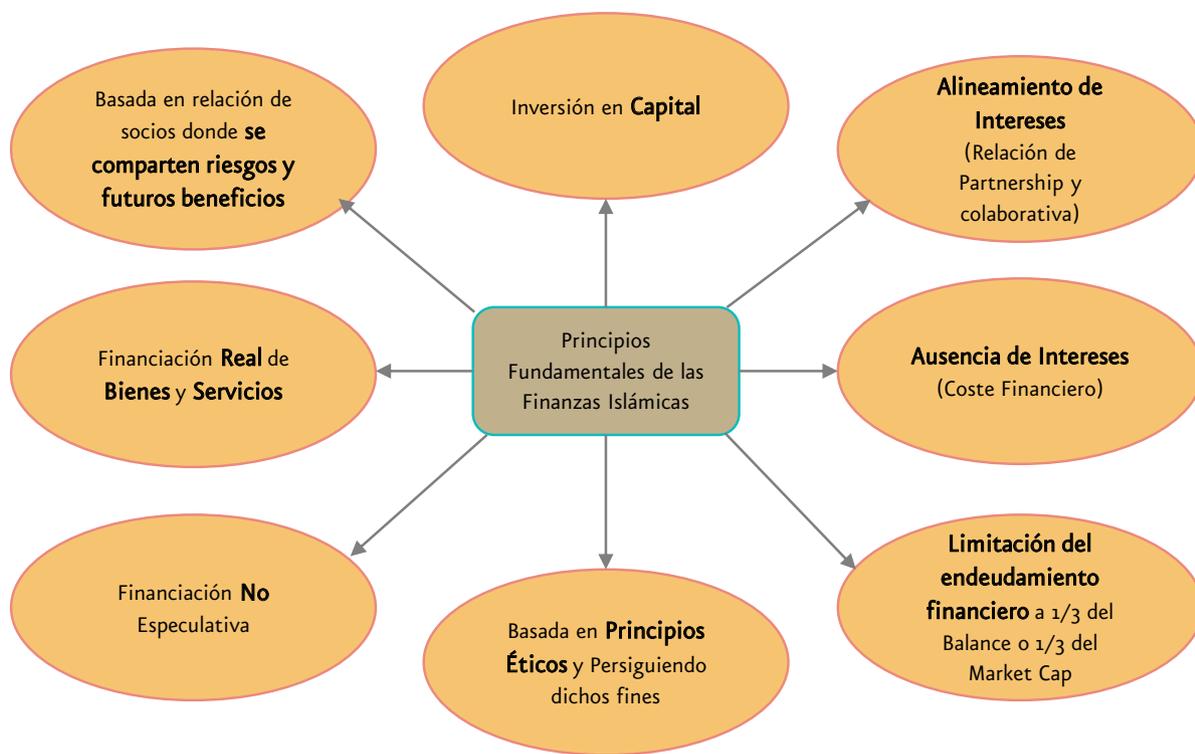
En casi todos los productos financieros islámicos está considerado un periodo de carencia en el pago del principal y la deuda de tal manera que en la financiación de nuevos proyectos el empresario cuente con un periodo en el que su proyecto no genera ingresos en la fase de lanzamiento, pero al mismo tiempo dispone de un periodo de pago más laxo y flexible que le ayude a acomodar sus flujos de caja futuros una vez el proyecto arranque.

Cada entidad financiera islámica (ya sean bancos o fondos de inversión) están obligados a contar con un *Shari'ah Supervisory Board* (principalmente Doctores en estudios islámicos, actuando como comité de gobierno corporativo protegiendo los principios islámicos recogidos en la *Shari'ah Law*).

CLASIFICACIÓN Y PRODUCTOS E INSTRUMENTOS FINANCIEROS

- **Murabaha:** la entidad financiera no presta dinero; compra el bien para que el particular lo utilice. Este último ha de pagar a la entidad financiera el coste del bien más una cantidad fija y determinada (margen de beneficio o *mark-up*).

PRINCIPIOS Y BASES SOBRE LOS QUE APOYAN LAS FINANZAS ISLÁMICAS EN TODO EL MUNDO



Fuente: elaboración propia.

- **Ijara e Ijara Muntahia bi al-tamleek** (*Leasing Operativo y Financiero*): producto que puede titulizarse al conllevar un activo como colateral y es muy frecuente en la financiación de equipamiento médico, medios de transporte y educación.

- **Istisnaa y Parallel Istisnaa** (Fabricación): suele ser utilizado para financiar la producción de un bien con antelación a su venta. Primero se acuerda financiar el producto (que daría lugar al contrato de *Istisnaa* con el cliente) y posteriormente se firma un acuerdo mediante *parallel istisnaa* (contrato con la compañía constructora de la fábrica). La compañía fabricante construirá para la entidad financiera islámica (*parallel istisnaa*) de acuerdo con las especificaciones con el cliente (*Istisnaa*), y la entidad financiera islámica remitirá el proyecto al cliente de acuerdo al primer contrato *Istisnaa* firmado con anterioridad.

- **Salam Sale** (similar a acuerdos con futuros especialmente con materias primas o bienes): contrato muy utilizado para financiar operaciones de circulante en sectores como la agricultura, producción industrial y compañías petroquímicas.

- **Musharaka** (para participaciones en *equity* / capital): puede estructurarse como Permanent Musharaka o Diminishing Musharaka. El objetivo, al igual que en finanzas convencionales, es financiar proyectos y participar en el capital y beneficios que estos generen.

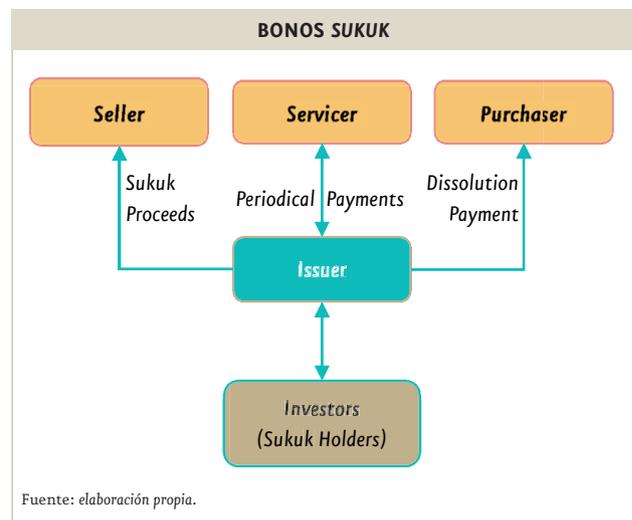
- **Mudaraba**: instrumento financiero de capital mediante el cual una de las partes aporta capital y la otra realiza su aportación al capital mediante fuerza de trabajo. Los beneficios se reparten en función de la participación que cada uno tuviera en el capital del proyecto. Se clasifica en *restricted* y *unrestricted*. En este tipo de estructuras el gestor de los fondos está obligado a reembolsar la totalidad del capital exclusivamente en caso demostrado de negligencia o mala gestión.

- **Bonos Sukuk**: equivalentes a los bonos tradicionales, aunque no se vende deuda y el emisor vende parte del activo que permite al comprador alquilárselo. La ventaja es que no están sujetos a la volatilidad de los mercados financieros, lo que ayuda a eliminar todo tipo de especulación (SWAPS) Una emisión de bonos Sukuk requiere una calificación crediticia de una agencia internacional de calificación tal como S&P, Moody's o Fitch.

Bonos Sukuk

En 2010 el Banco Mundial recomendó el Sukuk como la mejor forma de financiar el crecimiento en países en desarrollo.

Sukuk es el plural en árabe de Sakk que significa «certificados de propiedad». El Sukuk es un instru-



mento de inversión que está respaldado por la propiedad de un activo (*asset backed*) para lo que se requiere una sociedad vehículo (SPV) donde se transfiera el activo (*underlying asset*) que posteriormente será adquirido proporcionalmente por los suscriptores de la emisión.

PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE LOS BONOS SUKUK Y LOS BONOS CONVENCIONALES

1. Los bonos convencionales son títulos de deuda, mientras que los bonos Sukuk representan la propiedad indivisible de cada uno de los tenedores del bono Sukuk en el activo subyacente.

2. Los rendimientos en bonos convencionales vienen pagados en intereses (lo que se conoce como cupón) y en el principal, mientras que en el bono Sukuk el rendimiento está basado en las ganancias generadas por el activo subyacente.

3. En los bonos convencionales, la relación contractual entre el emisor y el inversor es deuda / crédito, mientras que en el bono Sukuk es una relación de *partnership* (o de asociación).

4. Los titulares del bono Sukuk tienen derechos de propiedad sobre el activo subyacente, mientras que los bonos convencionales simplemente representan un certificado de deuda.

5. El bono Sukuk debe estar respaldado por activos reales (*asset backed*), mientras que los bonos convencionales pueden estar respaldados por activos financieros como las cuentas por cobrar, no permitido por la *Shari'ah Law*.

Los bonos Sukuk pueden ser de varios tipos (deuda o capital) dependiendo del activo subyacente y el tipo de contrato que se haya utilizado en su estructuración¹.

Existen hasta 14 tipos de emisiones de bonos Sukuk diferentes (dependiendo del tipo de contrato y activo subyacente) internacionalmente reconocidos

por la Organización de Auditoría y Contabilidad de Instituciones Financieras Islámicas (sus siglas en inglés AAOIFI, con sede en Bahrain)

Los bonos *Sukuk* pueden clasificarse como: i) *Sukuk* negociable o *tradable*; ii) *Sukuk* no negociable o *non-tradable*; iii) *Sukuk* basado en instrumento de pasivo o *debt*; y iv) *Sukuk* basado en capital o *equity*, esto último (*debt or equity*) según la naturaleza del contrato.

Los bonos *Sukuk* como vía de financiación alternativa a la convencional en una estructura *Shari'ah Compliant* está basada en un reparto del riesgo en la transacción (respaldada en un subyacente que es el que es adquirido mediante una sociedad vehículo) de donde cuyo emisor y suscriptor comparten el riesgo y los beneficios futuros (de ahí la naturaleza de *partnership* que subyace en una emisión de bonos *Sukuk*).

Actualmente los bonos *Sukuk* (entre emisiones soberanas de gobiernos, y emisiones corporativas) se concentran en más de 20 países (donde las principales plazas en Oriente Medio y Asia son Malaysia, Arabia Saudí, Indonesia, UAE, Turquía, Qatar, Pakistán, Bahrain y Oman). En el caso de Europa Occidental (que no forma parte de la región de países en desarrollo que apuntaba en 2010 el Banco Mundial) tiene un peso específico importante el Reino Unido que últimamente ha apostado por las finanzas islámicas. Asimismo, está teniendo una introducción muy rápida en otros países y regiones como financiación alternativa en el mercado de capitales.

LA GLOBALIZACIÓN DE LOS BONOS SUKUK

A pesar de las controversias² sobre la estructuración y las características de los bonos *Sukuk*, estos se han convertido en un tipo de activo de gran interés, no solo para las instituciones financieras islámicas sino también para las convencionales. Hay que recordar que las finanzas islámicas no solo tienen como objetivo el inversor islámico, sino que está destinada a todo tipo de inversor sin tener en cuenta su credo particular.

Se han realizado emisiones de bonos *Sukuk* en países occidentales, como es el caso de Reino Unido que realizó una emisión de bonos soberanos *Sukuk* (en li-

bras esterlinas) en 2014 por una suma de 200 millones de libras, siendo sobre suscrita en más de 10 veces por inversores principalmente de Asia y Oriente Medio (fondos soberanos, bancos centrales, instituciones financieras locales e internacionales)

También en Alemania, el estado alemán de Sajonia, Anhalt emitió una emisión de *Sukuk* denominados en euros.

La emisión de *Sukuk* en 2017 aumentó en un 45.3%, alcanzando los 97.9 mil millones de dólares, en comparación con los 67.4 mil millones de dólares en 2016, respaldados principalmente por las grandes emisiones de algunos países del Consejo de Cooperación del Golfo (GCC).

2018 llegó a volúmenes de emisión de 80 mil millones de dólares. Por dar más cifras de mercados países emergentes, Sudán realizó una emisión de *Sukuk* por un valor de mil millones de dólares el pasado año 2018

Con lo anterior se espera que continúe la misma tendencia, ya que Marruecos y Túnez están trabajando en la misma línea (emisión de bonos *Sukuk*), y también el Reino Unido anunció su intención de ir al mercado nuevamente este año 2019, después de la fecha de vencimiento del *Sukuk* emitido en 2014.

EL FUTURO DE LAS FINANZAS ISLÁMICAS EN ESPAÑA

Las finanzas islámicas no están exclusivamente diseñadas ni destinadas para el inversor musulmán. De hecho, un porcentaje muy pequeño de las transacciones a nivel mundial lo son por motivos religiosos. Hay una mayor flexibilidad en las estructuras de los contratos, transparencia en los precios y un deseo global de acceder a una fuente de recursos mayormente líquida atrayendo nuevos inversores.

En España existe una excelente oportunidad para que gestoras privadas puedan lanzar un fondo *Shari'ah Compliant (Islamic Finance)*.

La existencia de un mercado secundario de capitales, y la adaptación de la normativa internacional que facilite esta actividad, ayudaría enormemente a la negociación de estos productos una vez emitidos y lanzados al mercado ::

¹ Los *Sukuk* pueden tener asociados estructuras islámicas de activo o pasivo pero, en sí mismo, se estructura como un vehículo que adquiere el activo subyacente. El flujo de fondos y los contratos asociados son los que dirán a qué categoría pertenece (si es operación de activo o pasivo), pero solo para la entidad financiera islámica a la hora de contabilizar la operación. De cara al inversor en el *Sukuk*, esto anterior no le afecta porque será copropietario del vehículo, dueño del activo subyacente. El flujo de dinero para el inversor procederá de la capacidad de generar rentas del propio activo subyacente. Hay 14 tipos de *Sukuk* contra un único tipo de Bono soberano en finanzas convencionales. Cuando en las finanzas convencionales eso es una operación de deuda, en las finanzas islámicas el *Sukuk* como tal es una forma de financiación, mediante la cual el emisor se financia captando inversores, que son copropietarios del vehículo (o SPV) propietario del subyacente (*asset backed*). En un bono convencional el inversor es acreedor vs un bono *Sukuk* donde el inversor es copropietario del vehículo que tiene el 100% de la propiedad del subyacente.

² No existe consenso internacional entre los *Shari'ah Scholars* (miembros del comité del *Shari'ah Supervisory Board*), quienes tienen diferentes interpretaciones sobre ciertos aspectos de la *Shari'ah*, estructuración de los productos islámicos, sus contratos y hasta el tipo de actividad a financiar en función de si son de Oriente Medio, Asia o del resto del mundo.

Presente y futuro de la gestión de activos



La industria de gestión de activos se encuentra actualmente inmersa en un proceso de transformación inédito desde que existe en nuestro país.

Luis Megías | Director del Master en Gestión de Carteras de Afi Escuela de Finanzas

La transformación de la industria de la gestión de activos está afectando de forma simultánea a todos las partes de su cadena de valor, desde la gestión de inversiones y la definición de la oferta de valor, a los tradicionales modelos de negocio y sistemas de distribución.

Entre las grandes tendencias que vemos implantarse en las mesas de gestión, podemos destacar la clara transición desde un modelo de gestión basado fundamentalmente en batir a los históricos índices de referencia o *benchmarks*, hacia el desarrollo del *asset allocation* como elemento central en la construcción de la propuesta de valor para el inversor.

Las carteras a su vez se construyen con un universo de activos invertibles cada vez más amplio en términos de **diversificación tanto geográfica como de tipos de activos elegibles**, con creciente presencia y peso de la inversión alternativa como respuesta a la imperiosa necesidad de generación de nuevas fuentes de rentabilidad, fruto del entorno de tipos de interés en mínimos.

El gestor de carteras se enfrenta de igual modo en sus decisiones de inversión a la creciente polarización entre la gestión activa basada en valor o el pujante mundo de la gestión pasiva, al tiempo que ve cómo **el algoritmo y la gestión cuantitativa** emergen

como nuevos elementos dentro de los procesos de inversión.

En este nuevo escenario, el control de riesgos de las carteras adquiere un renovado protagonismo como pieza fundamental para apoyar la toma de decisiones y conseguir unos resultados de gestión equilibrados y de calidad. Por último, esta calidad de gestión medida en términos de rentabilidad ajustada por riesgo, debe de cumplir con unos criterios mínimos de responsabilidad social y sostenibilidad a la hora de generar retornos, que condiciona de forma creciente la toma de decisión al estar obligada a cumplir exigentes filtros previos, más allá de los puramente económicos y financieros.

Por otro lado, junto a la transformación en la gestión de inversiones, la propuesta de valor de la industria muta de igual modo desde el tradicional «enfoque producto» al nuevo «enfoque cliente» **evolucionando desde la histórica venta de fondos o carteras que prometen una expectativa de rentabilidad**, hacia un nuevo modelo basado en la oferta de soluciones de inversión que ayudan a ahorradores e inversores a la consecución de objetivos vitales declarados por éstos de forma previa a su inversión (ahorro ante imprevistos, ahorro finalista para la compra de ese bien con el que todos soñamos, ahorro para la jubilación, etc.). En todo este proceso, el asesoramiento se instala como eje central en el diálogo entre entidades comercializadoras y sus clientes y su desarrollo y crecimiento se perfila como imparable a futuro en nuestro país.

Junto a la evolución de la oferta de valor, vemos cómo también cambian los modelos de negocio transitando desde aquellos basados en el cobro de comisiones de forma implícita, que son deducidas de la rentabilidad obtenida por el vehículo inversor (p.e. fondos de inversión), a nuevos modelos que ponen en valor el trabajo de asesoramiento y gestión, de modo que las comisiones son cobradas de forma explícita y transparente al cliente. Este **nuevo modelo favorece la comparación**, no sólo de los costes asociados a la inversión, sino también de los resultados obtenidos por los clientes a cambio de los gastos soportados, lo que redundará en una mayor exigencia para todos los proveedores de gestión.

Por último, no podemos olvidar la profunda transformación que el desarrollo de la nueva era digi-



tal está suponiendo en la distribución de productos de ahorro e inversión. Esta transformación supone, por una parte, **la libertad del inversor para decidir la forma en la que quiere relacionarse con la entidad** que gestiona su dinero gracias a la multicanalidad que ésta pone a su disposición (oficina física, web o móvil). Por otra parte, el desarrollo digital supone un nuevo e increíble mundo de amenazas y oportunidades tanto para actores tradicionales como para nuevos competidores que ven en la red de internet la posibilidad de ofrecer a clientes sus productos sin necesidad de contar con redes físicas de distribución, siendo el límite en este nuevo mundo tan sólo la propia capacidad de innovación.

Sólo aquellos gestores y entidades que sean conscientes de la transformación que está sufriendo actualmente el sector, serán capaces de adaptarse a la nueva realidad. Sólo aquellos que sepan hacerlo de forma diferencial, apoyándose en el cambio como clara oportunidad, liderarán el futuro de la gestión de activos en nuestro país ::

«FinTech», la gran oportunidad



El sector «FinTech» goza de muy buena salud a nivel mundial ya que hasta el año pasado se habían invertido más de 100.000 millones de dólares en esas compañías. España sin duda se ha convertido en un centro de referencia «FinTech» si tenemos en cuenta que es el primer país en número de «startups» a nivel europeo.

Rodrigo García de la Cruz @rgarciadelacruz | Director del PDD FiEx, FinTech & Digital Banking Executive Program de Afi Escuela de Finanzas

Aunque las FinTech son ya conocidas por la gran mayoría del sector financiero, el constante cambio de este segmento de startups y scaleups hace cada día más complejo seguirlas. **Es increíble ver cómo utilizan las últimas tecnológicas y los modelos de negocio más innovadores para acelerar la digitalización del sector financiero**, bien desarrollando nuevos productos y servicios alternativos a los tradicionales o bien proporcionando tecnologías que mejoran la eficiencia en los procesos y la experiencia final del usuario.

El sector FinTech goza de muy buena salud a nivel mundial ya que hasta el año pasado se habían invertido más de 100.000 millones de dólares en esas compañías. **España sin duda se ha convertido en un centro de referencia FinTech si tenemos en cuenta que es el primer país en número de startups a nivel europeo** (solo superado por Reino Unido) y posiblemente el que mayor número de compañías tiene por habitante. ¿Por qué? Fácil, es uno de los países más competitivos en banca, lo que se traduce en mucho talento innovador.



Hoy son casi 350 *FinTech*, 200 *InsurTech* y más de 100 *RegTech* operando en España que emplean a más de 8.000 empleados según datos de Finnovating. De hecho, se estima que generarán al menos otros 5.000 empleos en los próximos 12 meses, sin duda una gran oportunidad frente a la continua racionalización de empleos de la banca.

Está claro que el futuro del sector financiero vendrá de estas compañías, bien por su cuenta o colaborando con la banca tradicional. Y es que existen muchos aspectos en los que les beneficia, sobre todo en los relacionados con el desarrollo y puesta en marcha de la innovación ya que el *time-to-market* de las *startups* es mucho más bajo que el de la banca tradicional. Igual ocurre con la integración, uso y puesta a

disposición de nuevas tecnologías. Las *FinTech* son, sin duda, un acelerador del proceso de transformación digital del sector financiero.

Entonces, ¿merece la pena montar una *FinTech*? ¿Es fácil lanzar una *startup* de este tipo? En definitiva, ¿cómo subirse a la ola *FinTech*?

Antes de emprender hay que estar preparado técnica, física y económicamente. La primera es la cualidad más importante, ya que **uno debe de contar con los conocimientos y las competencias necesarias para lanzar una *startup***. La parte física es por el gran esfuerzo que requiere y la económica para poder hacer frente a las exigencias que siempre requiere emprender.

En cualquier caso, animo a todos aquellos que alguna vez hayan pensado en lanzar una *FinTech* que sueñen y que piensen qué lanzarían y con quién lo harían: soñar es gratis. Pero antes de lanzarse hay que incorporar el máximo conocimiento y entender bien los nuevos modelos de negocio que han llegado o que están por llegar, como el *crowdfunding*, *equity crowdfunding*, las *WealthTech* con sus *robo-advisors*, los agregadores y los *marketplaces*, los neobancos o los *challenger banks*, o las *RegTech* y las *LegalTech* entre otros.

Adicionalmente, hay que conocer bien qué pueden aportar al sector financiero tecnologías como *Blockchain*, *Smart Contracts*, *Inteligencia Artificial*, *Big Data Analytics*, *Internet of Things*, *Realidad Virtual*, *Cloud Computing*, *OnBoarding* e *Identidad digitales* o la *Ciberseguridad*.

Aunque **para estar en el sector *FinTech* no siempre significa que haya necesariamente que emprender, ya que estas compañías van a generar un gran número de puestos de trabajo**. Y, para los menos arriesgados, tampoco significa dejar la banca, ya que cada vez más se lanzan iniciativas innovadoras internas, no solo en los departamentos de innovación de los bancos, sino también en los de negocio y tecnología.

Lo que sí está claro es que el sector financiero será cada día más *FinTech* y estoy seguro de que estamos solo al principio de la transformación digital, un camino tan interesante y divertido como complejo ::



#MujeresQueTransforman cumple su primer año

Afi Escuela de Finanzas ha conmemorado este aniversario, coincidiendo con el Día Internacional de la Mujer con una semana dedicada a poner en valor el talento femenino, realizando acciones y eventos centrados en destacar y apoyar el papel de la mujer en el mundo laboral.

Juan Cardenal | Redactor del área de Comunicación de Afi

La iniciativa #MujeresQueTransforman **comenzó el 5 de marzo del 2018**, y desde entonces ha realizado seis eventos que han destacado la importancia de la mujer en el mundo empresarial y financiero. Esta iniciativa **ha atraído a las instalaciones de Afi Escuela de Finanzas hasta 900 personas** interesadas en conocer el punto de vista y las experiencias de mujeres que han triunfado en el mundo empresarial, qué impedimentos se han encontrado en el camino y qué propuestas e ideas aportan para intentar mejorar las condiciones de igualdad dentro del mundo laboral.

Durante este primer año en Afi Escuela de Finanzas **hemos contado con 16 profesionales que han compartido sus experiencias** como mujeres en el mundo laboral, tratando temas tan diversos como la economía, la gestión de equipos, las pymes, la tecnología o las finanzas.

Para el evento más reciente de esta iniciativa, celebrado el 5 de marzo con motivo del aniversario, **reunimos en la sede de Afi Escuela de Finanzas a tres emprendedoras con carreras de éxito** en España para compartir un *Brunch* de Emprendimiento y Mujeres. Ellas fueron **Emilia Zaballos**, socia directora de Zaballos & Laborda Abogados y fundadora-presidenta de la Fundación Zaballos, **Cristina Oria**, fundadora y Directora de Cristina Oria Restaurante & Tienda Gourmet, y **Virginie Rogé**, fundadora y CEO de Dietox. La moderación estuvo a cargo de **Mónica Guardado**, Directora General de Afi Escuela de Finanzas.

Emilia Zaballos dejó muy claro cuál debe ser el objetivo de ser emprendedor: «saber retirarte a tiempo y poder ver la vida de otra manera». Para ella no poder hacer eso «no es un éxito». Por su parte, Virgi-



De izda. a dcha.: Mónica Guardado, Emilia Zaballos, Virginie Rogé y Cristina Oria en el Brunch Emprendimiento y Mujeres.

nie Rogé destacó la **importancia de crear un producto diferente que te permita asentarte en el mercado**, ya que según ella en Dietox «estamos empezando desde cero, creando una nueva categoría de productos». En esa línea se expresó también Cristina Oria, quien aseguró que para emprender es necesaria «una idea clara y que sea distinta dentro del mercado. Y **hay que saber venderla**».

Durante el evento abordaron temas como el rol tradicional de la mujer en el hogar o **la supuesta mayor inseguridad de las mujeres respecto a los hombres a la hora de emprender**: «debemos programarnos para el éxito», aseguró Emilia Zaballos durante su intervención.

Para promover la vida sana y celebrar **el primer aniversario de #MujeresQueTransforman**, se realizó en Afi Escuela de Finanzas una sesión exclusiva de yoga impartida por **Angélica Solana**, gran referente en esta disciplina. Las invitadas disfrutaron de unas bebidas energéticas Dietox y se llevaron de regalo unas esterillas personalizadas cortesía de Afi.

TALLER PARA JÓVENES UNIVERSITARIAS EN LOS ÚLTIMOS AÑOS DE CARRERA Y FOTO DE FAMILIA

En Afi Escuela de Finanzas **reunimos a jóvenes talentos femeninos que se encuentran en los últimos años de sus carreras universitarias para realizar con ellas una orientación profesional práctica** muy personalizada, respondiendo a sus dudas sobre el mercado laboral y sobre qué atributos y conocimientos están buscando las empresas en sus futuros empleados.

CELEBRANDO EL DÍA INTERNACIONAL DE LA MUJER

El día 8 de marzo, para respaldar **el Día Internacional de la Mujer**, todos los empleados de Afi se reunieron frente a la entrada del edificio en la puerta para realizar la foto de familia.

CICLO DE CONFERENCIAS DEL 25 ANIVERSARIO CON MANUEL MENÉNDEZ: REQUERIMIENTOS DE CAPITAL O REQUERIMIENTOS TECNOLÓGICOS

Afi Escuela de Finanzas celebró el 13 de marzo la tercera ponencia enmarcada en su Ciclo de Conferencias del 25 aniversario, impartida por **Manuel Menéndez**, *Head of Market and non-Financial Internal Validation Models* de Banco Santander, bajo el título «Requerimientos de capital o requerimientos tecnológicos».

Durante su presentación, Manuel Menéndez repasó los principales hitos en la evolución de los requerimientos de capital por riesgo de mercado, **haciendo especial hincapié en los efectos estructurales en los mercados financieros derivados de la crisis que empezó en 2007**. También analizó las principales claves del documento recién publicado por el Comité de Basilea en Supervisión Bancaria (BCBS) sobre los «Requerimientos mínimos de capital por riesgo de mercado» que se espera sea de obligado cumplimiento en 2022. Además, **destacó la aproximación a un modelo interno más granular y homogéneo entre entidades**.

La próxima ponencia del ciclo se celebrará el 24 de abril, con la participación **Mercedes Marhuenda**, CTO Centro Corporativo Santander, con el tema «**Estrategia tecnológica**» ::



«El sector de la aviación comercial se caracteriza por los elevados costes de investigación y desarrollo de nuevos productos, y la competencia feroz entre dos principales productores.»

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

Qué ocurre cuando la regulación y la supervisión no funcionan

En el mes de marzo de 2019 las autoridades aéreas de los países más importantes del mundo **decidieron prohibir los vuelos de la versión MAX del avión Boeing 737** tras dos accidentes con características similares en las que todos los ocupantes perecieron. Las tragedias galvanizaron la atención mediática mundial, suscitándose todo tipo de especulaciones sobre los factores que produjeron los accidentes. La lentitud con la que la Administración Federal de Aviación de Estados Unidos reaccionó ante los acontecimientos añadió una dosis muy importante de sospecha y de incertidumbre.

El sector de la aviación comercial se caracteriza por los elevados costes de investigación y desarrollo de nuevos productos, y la competencia feroz entre dos principales productores, Boeing, ahora aliado con Embraer, y Airbus, en combinación con Bombardier. Pero se da también otra circunstancia, referida a la intención de la empresa Comac de lanzar un avión que competiría directamente con el 737 y la familia de aviones 320 de Airbus. En este contexto, conviene recordar que la historia del sector indica **la dificultad de que tres empresas se repartan el mercado**. Por ejemplo, la irrupción de Airbus en los años ochenta y noventa del siglo pasado provocó eventualmente la adquisición de McDonnell-Douglas por parte de Boeing en 1997. Quedó claro entonces que un duopolio era relativamente estable, pero que –dados los elevados costes– no era factible que tres grandes productores pudieran sobrevivir.

Aunque no se conocen todos los detalles, parece ser el caso que Boeing logró convencer a los reguladores de que el 737 MAX no era un avión nuevo sino una **ver-**

sión avanzada y mejorada del 737 clásico. De esta manera, se aceleraba el proceso de lanzamiento del nuevo avión y se minimizaba el número de horas de entrenamiento previas a pilotarlo por primera vez. Boeing trataba de esta manera de establecer una fuerte presencia en el mercado antes de que Comac pudiera comenzar sus ventas, previstas para el año 2021. La evidencia disponible parece indicar que en los dos siniestros el comandante del 737 MAX desconocía cómo apagar el piloto automático y tomar control del avión.

Concurrió también otra circunstancia. Tras el primer accidente, Boeing determinó que debería realizarse un cambio en el software del avión. Pero los permisos necesarios por parte de los reguladores se retrasaron durante los meses de enero y febrero debido a la suspensión de la actividad gubernamental en Estados Unidos debido al conflicto presupuestario entre el Congreso demócrata y la Casa Blanca republicana.

Además de la pérdida de vidas humanas, esta secuencia de acontecimientos puede poner a Boeing en grave peligro. **La cartera de pedidos de 737 MAX excede las cinco mil unidades**. La compañía planeaba recibir casi dos mil millones de dólares en ventas cada mes durante los próximos años.

Cada vez son más las voces que indican que tanto los pasajeros como las compañías se benefician de una **regulación y supervisión que sean efectivas**, aunque no sofocantes. Parece claro que Boeing hubiera tenido que priorizar la reparación del software del avión y que hoy se encontraría en una **mejor situación competitiva**. Y quizás hubiera sido posible evitar pérdidas humanas ::



«Los temores sobre una posible recesión en el área euro, y una desaceleración algo más profunda en Estados Unidos, siguen muy vivos.»

Pendiente de la curva y recesión

La reciente relajación de las condiciones financieras a la que aludíamos en esta misma tribuna en enero **aún no se ha materializado en una estabilización de los indicadores adelantados del ciclo**. Es más, estos siguen perdiendo posiciones. Los índices PMI en la eurozona y Estados Unidos sorprendieron a la baja en marzo con una profundización de la caída de confianza en el sector manufacturero y una muy ligera mejora en el sector servicios. En estas condiciones, **los temores sobre una posible recesión en el área euro, y una desaceleración algo más profunda en Estados Unidos, siguen muy vivos**.

En paralelo, tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo (BCE) han vuelto a alterar su mensaje hacia **una posición de mayor cautela y acomodación monetaria**. En el caso del BCE, se han anunciado nuevas operaciones de inyección de liquidez condicionadas a la concesión de crédito (TLTRO, en su acrónimo inglés) y se discute abiertamente la posibilidad de introducir cambios en la facilidad marginal de depósito. Ambas medidas son coherentes con un retraso de cualquier normalización monetaria. En el caso de la Reserva Federal, las actas del último Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, en su acrónimo inglés) y las declaraciones de varios miembros de este órgano han dejado claro que iniciar un período de espera

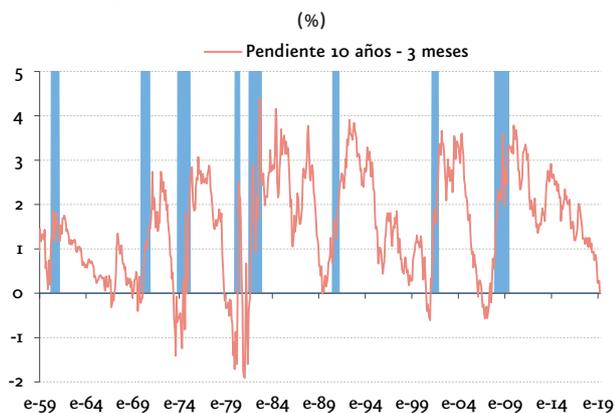
antes de decidir el siguiente movimiento en el tipo de intervención tiene pocos riesgos y sí muchas ventajas. Este mensaje ha venido acompañado, además, de un anuncio del final de la reducción del balance en septiembre de este año.

En este entorno, **las curvas de tipos libres de riesgo han experimentado una fuerte relajación, en especial en Estados Unidos y Alemania** (aunque generalizada a nivel planetario) y la pendiente de la curva de deuda soberana de aquel país, medida como la diferencia entre la rentabilidad del bono a diez años y la de la letra a tres meses, se ha situado en **valores negativos por primera vez desde 2007**. Dado que en casi todos los casos en que la pendiente se ha situado en niveles negativos desde la mitad de los años cincuenta del siglo XX se ha producido con un retraso de entre seis y veinticuatro meses una recesión económica en esta economía (salvo en 1967), **las alarmas se han disparado entre la comunidad inversora y académica**.

Antes de entrar a valorar las consecuencias para la evolución de los principales activos financieros, conviene hacer algo de pedagogía sobre la pendiente de la curva. El tipo de interés a largo plazo debe reflejar en todo momento la expectativa de mercado sobre el nivel del tipo de interés a corto plazo en aquel horizonte, más una prima de riesgo por el plazo, denominada pri-

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

Pendiente de la curva de deuda estadounidense, 10 años frente a 3 meses, y períodos de recesión en EEUU



Fuente: Afi, Reserva Federal de Nueva York.

ma por plazo. La mayoría del tiempo, la pendiente es positiva. Sin embargo, hay momentos en que la pendiente se invierte (se hace negativa), por lo general tras una subida de tipos a corto demasiado agresiva por parte de la Reserva Federal (por encima del crecimiento potencial estimado más la inflación), pero también si la economía sufre algún tipo de *shock* inesperado que reduce la expectativa de crecimiento futuro, independientemente del nivel de los tipos a corto.

La secuencia de pensamiento lógico es que si la pendiente se invierte es probable (observando la historia) que estemos cerca de un nuevo episodio de recesión en EE.UU. y, ante ello, deberíamos alterar nuestro posicionamiento en activos financieros (el denominado *asset allocation*) hacia posiciones más defensivas.

En nuestra opinión, es pronto para afirmarlo. Primero debido a que, para que la señal sea robusta, la curva debiera permanecer invertida un periodo de tiempo más largo (más de un mes) y alcanzar valores más negativos (por debajo de $-0,10\%$). En segundo lugar, debido a que hay otros factores que pudieran estar distorsionando la pendiente entre tipos cortos y largos y, por tanto, distorsionar su poder predictivo. Nos referimos en concreto al papel clave de la prima por plazo, hoy en mínimos históricos (rondando el $0,8\%$). La distorsión provocada por una prima por plazo tan negativa reduce la fiabilidad de la pendiente como indicador adelantado de recesiones. Por tanto, y aun reconociendo el valor de la pendiente de la curva como un buen indicador de probabilidad de recesión en la economía estadounidense, **vemos prematuro pronosticar una desaceleración brusca de la actividad económica** basada solo en ella.

En todo caso, resulta muy útil realizar un análisis de lo ocurrido con las distintas clases de activos financieros en los meses posteriores a los momentos de inversión de la pendiente que vinieron acompañados de recesión posterior. En el caso de la renta variable, solo en la crisis del 2000 se registraron pérdidas en renta variable a todos los horizontes durante los doce meses siguientes a la inversión de la curva de tipos. En la crisis de principios de los 90 solo se registran pérdidas transcurridos diez meses desde la inversión de la curva. Y en 2008, la alerta ofrecida por la pendiente de la curva fue muy temprana, pues en los doce siguientes meses no se registran caídas de renta variable ::



«Tenemos que hacer un esfuerzo a nivel de sociedad, por informarnos y formarnos sobre aquellos colectivos que no son el “estándar” al que estamos acostumbrados, y esto pasa por mirar hacia el resto de personas con respeto, dignidad, entendimiento y cariño.»

Greta

Quizás en un primer momento al leer el nombre de Greta, solo le venga a la mente la maravillosa Garbo.

Pero si les digo que se trata de una niña sueca de 16 años, con trenzas, que está liderando actualmente la lucha contra el cambio climático, y que acaba de ser **nomi- nada al Premio Nobel de la Paz**, seguro que ya saben de quién estoy hablando.

Greta Thunberg se ha pasado los últimos meses hablando y dando conferencias a todo aquel que ha querido escuchar su discurso sólido y sin fisuras en **defensa del cambio climático**. Ha protagonizado escenas cuyas imágenes han dado la vuelta al mundo, y con su tesón, ha conseguido concienciar a aquellos individuos que creían que no se podía hacer mucho más por frenar la destrucción de nuestro Planeta.

Además de por sus logros y porque veo en ella una fuente de inspiración para todas las niñas y niños del mundo, **he elegido a Greta Thunberg por su Trastorno del espectro autista (TEA)**.

Justo la semana pasada, trabajando en un proyecto sobre educación financiera para personas con diversidad intelectual, **pude aprender más sobre la gente que padece autismo y algunos rasgos de su forma de actuar**. En la conversación con una de mis mejores amigas, que estaba ayudándome a entender mejor como las personas con diversidad intelectual, entre ellos los que sufren TEA, podrían asimilar mejor los conocimientos básicos de finanzas, me

contó el caso de una mujer que tenía una posición de responsabilidad y que, cuando se supo que era autista a pesar de desempeñar su trabajo perfectamente, la relegaron a una posición muy inferior.

Asociamos los autistas a gente superdotada, **cuando sólo el 10% lo es**, y nos quedamos muchas veces en lo que vemos en las películas, sin pararnos a pensar que alrededor de nosotros hay una probabilidad muy elevada de que cada día convivamos o nos relacionemos con alguien que padece este u otro trastorno, y ni tan siquiera lo sepamos.

Cada vez entiendo más la igualdad no sólo como una igualdad de género, sino como una **igualdad de los individuos**, en el sentido estricto de nuestra Constitución, pero además con el conocimiento que se tiene hoy en día, 41 años después de su redacción.

Creo que tenemos que hacer un esfuerzo a nivel de sociedad, por informarnos y formarnos sobre aquellos colectivos que no son el «estándar» al que estamos acostumbrados, y esto pasa por **mirar hacia el resto de personas con respeto, dignidad, entendimiento y cariño**.

Os invito a que leáis un libro que he descubierto recientemente, «**¿A dónde vamos, papá?**» de Jean-Louis Fournier. Sencillo y conmovedor, para que cada día, demos un paso más en hacer que esta sociedad sea más igualitaria, más humana, más diversa y en definitiva mucho mejor::



«Es la concentración de población la que facilita, abarata y potencia la prestación de servicios de todo tipo a la población. Sin embargo, la densidad de población, siendo grave, es compensable con tecnología.»

Laponia II: 12,5 y los servicios

La despoblación tiene su «número mágico»: 12,5 habitantes por km². Esa es la densidad de población por debajo de la cual la Unión Europea (UE) considera que un territorio está despoblado. Toda métrica tiene sus ventajas y sus inconvenientes, y esta no es menos.

La despoblación no se puede reducir a un solo número. No es solo una condición cuantitativa. Es también una condición cualitativa que adquiere tonos diversos en cada lugar y tiempo. Es una condición dinámica, desgraciadamente, de una sola dirección. Es, incluso, una condición emocional para quienes la sufren, que modifica su percepción del entorno y sus posibilidades, de su propia vida y de sus relaciones con el resto de los agentes sobre el terreno.

La escasez de población viene caracterizada, además, por la dispersión de aquella en espacios enormes. No es lo mismo una concentración de 5.000 habitantes en un único polo de población dentro de un área de 2.500 km² (50km x 50km) que la dispersión de esos mismos habitantes en 50 núcleos de población de 100 habitantes cada uno separados entre sí todo lo que el territorio dé de sí, a veces unos pocos kilómetros.

Es la concentración de población la que facilita, abarata y potencia la prestación de servicios de todo tipo a la po-

blación. Sobre esta base se avanzan propuestas para poco menos que, de manera un tanto dictatorial, concentrar a la población de los núcleos dispersos en núcleos, forzosamente también artificiales, concentrados. Este remedio puede ser peor que la enfermedad.

Es cierto que la escala y densidad del poblamiento es importante para generar las economías de escala cuya ausencia haría esta provisión de servicios impagable o fuertemente deficitaria. Razones de este tipo son muy de recibo. Pero a menudo se olvida que la tecnología está salvando la distancia a marchas forzadas; y también se olvida que está desmaterializando la producción tanto de bienes como, por supuesto, de servicios; y que, por fin, la producción de servicios cada vez ocupa más lugar en el output económico de todas las economías sea cual sea su escala.

Una de las tiranías más frecuentes a la que sometemos a nuestro pensamiento en relación con la ruralidad es que en estos territorios solo hay agricultura, ganadería, bosques y turismo rural. Siendo también cierto que todas estas actividades distan mucho de estar siquiera levemente digitalizadas, lo que permitiría un desempeño mucho más eficiente, no lo es menos que hay cientos de otras ocupaciones ya fuertemente ancladas en la digitalización y el teletrabajo, que pueden realizarse

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

desde cualquier lugar en el que la gente, los autónomos, profesionales y las pequeñas empresas deseen radicarse.

Pero, en lo que se refiere a la prestación de los servicios en el territorio, tanto esenciales (sanidad, educación, administraciones) como no esenciales (ocio, relaciones... ¿no esenciales?), la tecnología, de nuevo, elimina las distancias y la necesidad de concentrarse para generarlos y disfrutarlos. Cada vez más.

La clave radica en la «movilidad colaborativa», impulsada por plataformas y dispositivos, debidamente regulada y dotada de incentivos que anime a la participación en este tipo de esquemas. Por ejemplo, un «banco de tiempo». La primera resolvería el grave problema actual del acceso a servicios que, si me apuran, diría que son más abundantes (por cada 100 habitantes) en la España despoblada que en la superpoblada. No hace falta poner dispensarios ni escuelas, bares o salas de reuniones para jóvenes meno-

res de edad si estos centros están plenamente accesibles en las cabeceras comarcales. Les aseguro que se puede llegar antes a un buen centro de salud dotado de servicio de urgencias en una cabecera de comarca que en una gran capital.

Un banco de tiempo, por su parte, permitiría una participación «masiva» de vecinos cuyos automóviles están ociosos la mayor parte del tiempo, gracias a la garantía de que si dedicas tres horas a transportar a tus vecinos a esas cabeceras comarcales, alguien de la comunidad del banco de tiempo te las va a devolver cuando tú las necesites. Pillan la idea, ¿no? A ti o a tus familiares, estén donde estén en el mundo... En efecto, participación masiva.

Espero haberles argumentado que la densidad de población, siendo grave, es compensable con tecnología y, sobre todo, con buenas políticas. La próxima vez que un partido político les proponga ideas de este tipo, escúchenlo::



«Las exportaciones tras la crisis tuvieron un excelente comportamiento. Aumentó el número de exportadores regulares (28 % superior al nivel de 2010), se diversificaron los destinos y también lo hicieron los bienes y servicios vendidos al exterior, incluidos los servicios profesionales.»

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

Delicado sector exterior

Las exportaciones tras la crisis tuvieron un excelente comportamiento. Aumentó el número de exportadores regulares (28 % superior al nivel de 2010), se diversificaron los destinos y también lo hicieron los bienes y servicios vendidos al exterior, incluidos los servicios profesionales. Junto a la contención de las importaciones, contribuyeron a reducir de forma muy significativa el muy abultado déficit en la balanza por cuenta corriente y a situarlo en superávit. **Las ventajas competitivas de nuestras exportaciones fueron fundamentalmente vía precios**, amparadas en costes del trabajo relativamente bajos, dada la relativamente reducida intensidad tecnológica de los bienes españoles exportados, especialmente cuando se contrasta con los principales mercados de destino. **Son transformados del sector primario, bienes intermedios y vehículos de motor (17% del total) los principales capítulos exportadores de bienes**, todos ellos con elasticidad precio relativamente elevada.

Ahora las evidencias son de debilitamiento. En el primer trimestre del año, según los avances del Banco de España con datos de Aduanas, el sector exterior habrá tenido una contribución negativa al crecimiento. **El ritmo de crecimiento de las exportaciones habría sido algo inferior al de las importaciones, debido en gran medida al deterioro en la demanda mundial**, la UE incluida y, desde luego, la eurozona, donde se concentran buena parte

de las ventas españolas. Lo más inquietante es que la cartera de pedidos exteriores también se muestra más debilitada. Por el contrario, la depreciación del euro sería un eventual apoyo a la recuperación del crecimiento de las exportaciones. Con todo, es probable que la contribución neta del sector exterior al crecimiento no vuelva a ser neutral hasta 2020, según sostiene el [reciente informe de la Comisión Europea sobre España](#)¹.

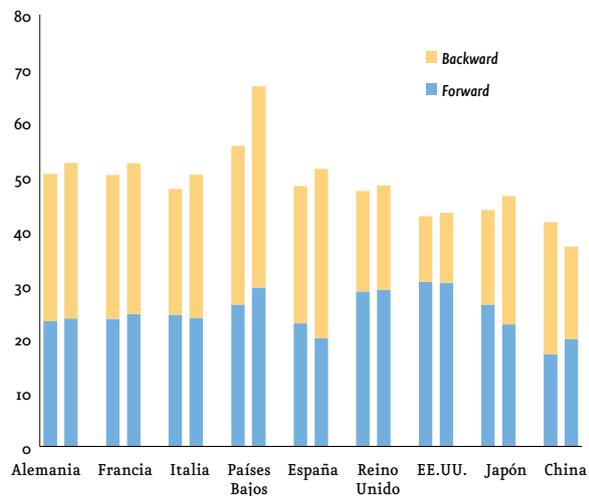
De la mano de ese informe de la Comisión nos interesa recordar algunos factores característicos de nuestro sector exportador, además de los señalados más arriba. El primero es el pobre comportamiento de la productividad. **Mantener la competitividad exterior y, desde luego, reducir su vulnerabilidad a variaciones de costes, requiere un mejor comportamiento de la productividad**. Las ganancias recientes de competitividad no pueden descansar únicamente en la contención de los salarios. Es necesario mejorar la eficiencia asignativa y el crecimiento de la productividad, sentencia la Comisión.

Esas mejoras en la eficiencia posibilitarían igualmente una mejor participación de España en las cada día más relevantes cadenas de valor mundiales en la producción de bienes y servicios. Se trata de participar en esos procesos de producción cada día más fragmentados geográficamente en las fases más generadoras de valor añadido. De reducir la divergencia entre el valor de las exportaciones y el de lo que produci-

mos en el país e incorporamos a las exportaciones. **A diferencia de las otras grandes economías de la eurozona, la española se encuentra más presente en la parte descendente de las cadenas de valor, que como nos advierte ese informe, son las más expuestas a la competencia de las economías emergentes.**

Del análisis aportado por la Comisión se deduce que España aumentó su integración en las cadenas de valor globales (GVC) entre 2009 y 2014, pero sigue por debajo de los niveles anteriores a la crisis. El posicionamiento de España es fundamentalmente en la parte descendente de las GVC, lo que refleja un alto valor de las importaciones incorporadas en sus exportaciones. **El ejemplo quizás más representativo sean las exportaciones de automóviles, donde se ensamblan bienes intermedios muchos de ellos provenientes del exterior.** El contenido de importaciones incorporado a las exportaciones, FVA por sus iniciales en inglés, fue del 27% del total de las exportaciones brutas en 2014, frente al 29% en 2007, como se aprecia en el gráfico a.

Gráfico a:
Participaciones en cadenas globales de valor*
(% sobre exportaciones brutas)



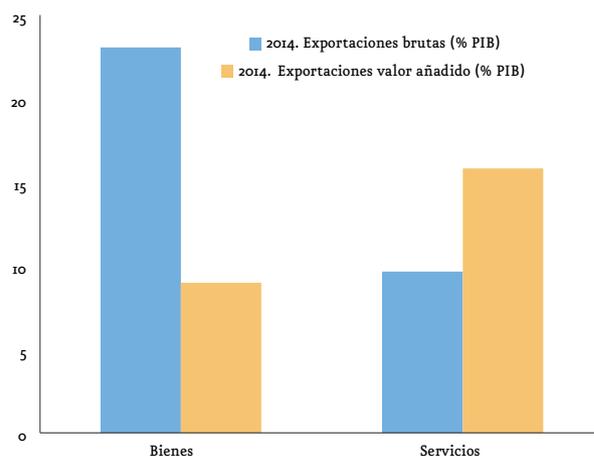
* La participación backward se refiere al FVA incorporado a las exportaciones de un país. El forward es el valor añadido nacional, el DVA de las exportaciones de un país que es reexportado a un tercer país.

Fuente: Comisión Europea, *Country Report Spain 2019*. Commission Staff Working Document. Brussels, 27.2.2019 SWD (2019) 1008 final.

El sector servicios es el que aporta una mayor contribución de valor añadido doméstico (DVA), como

se aprecia en la descomposición sectorial del gráfico b. **Ese sector representaba en 2015 el 40% del total de exportaciones brutas españolas, pero cuando se mide en términos de valor añadido los servicios representan el 50% de las exportaciones totales**, por el 25% del PIB. Como se destaca en el informe, esas participaciones han aumentado casi un 7% entre 2014 y 2017, más que en las otras tres grandes economías de la eurozona. También es destacable que el valor añadido de los servicios en las exportaciones españolas es en gran medida indirecto: en 2014 aproximadamente el 30% del valor añadido de los servicios fue incorporado en otros sectores, como el de manufacturas.

Gráfico b:
Exportaciones : brutas y valor añadido
(% PIB)



Fuente: Comisión Europea, *Country Report Spain 2019*. Commission Staff Working Document. Brussels, 27.2.2019 SWD (2019) 1008 final.

Del análisis de ese documento se deducen las recomendaciones, no por conocidas menos relevantes. La necesidad de aumentar la dimensión media de las empresas para que pueden generarse ganancias de productividad, menos costes por unidad de producto, en definitiva. Pero también mayor intensidad tecnológica media incorporada en los bienes exportables. Y todo ello nos remite a la sempiterna necesidad de aumentar la inversión en conocimiento, en capital tecnológico y humano ::

*Country Report Spain 2019 COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT Brussels, 27.2.2019 SWD (2019) 1008 final.

