



 empresa global

 Afi

199

Diciembre 2019 - Enero 2020

# La sostenibilidad pasa por las finanzas

**El sector asegurador  
y el cambio climático**

**Excesos y amenazas,  
mordeduras de la época**

**Soluciones digitales  
para el sector financiero**

ESTRATEGIA GLOBAL

El declive de  
Hong Kong

LA FIRMA DE MERCADOS

Renta fija en 2020:  
ni fija, ni renta

#MUJERESQUETRANSFORMAN

Margarita Salas,  
de Asturias para el mundo

HOMO OECOMICUS

Laponia IX:  
Laponia

PASEO GLOBAL

Valoraciones  
de activos







**Empresa Global**

Nº 199 (diciembre 2019 - enero 2020)

**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

Twitter: @Afi\_es

**DIRECCIÓN**

Silvia Meattini

**EDICIÓN**

Verónica López Sabater y Ángela Sánchez

**COLABORAN EN ESTE NÚMERO**

José Manuel Amor, Ignacio Blasco, Borja Foncillas, Mónica Guardado, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Verónica López Sabater, Silvia Meattini, Rafael Myro, Emilio Ontiveros y Ángela Sánchez

**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

# Trabajando por el clima

**A**fi ha podido poner en valor su compromiso con la sostenibilidad y con la protección del medio ambiente con su participación en la **Conferencia del Clima COP 25**. El artículo de portada de esta edición de Empresa Global recoge un análisis de los compromisos adquiridos en las Cumbre, así como del papel que juegan las finanzas.

En esta misma línea, el artículo de Perspectivas aborda **cómo las compañías aseguradoras pueden contribuir a frenar el cambio climático** tanto por el lado de su activo, sus inversiones, como por el lado del pasivo, sus obligaciones de cobertura de pólizas de seguros.

En la sección de Tecnología contamos este mes con la firma de **Borja Foncillas, Consejero Delegado de Afi**, que repasa las principales innovaciones tecnológicas y su aplicación en el ámbito de los servicios financieros.

Incluimos una reseña muy especial, de **Rafael Myro**, catedrático de Economía Aplicada de la Universidad Autónoma de Madrid, que examina el **nuevo libro de Emilio Ontiveros, «Excesos»**, del que destaca «es una excelente oportunidad para comprender mejor los retos y amenazas de nuestro tiempo y las mordeduras de la época. Su lectura, no solo resulta muy gratificante, sino que también abre el apetito por adentrarse más a fondo en algunos de los muchos temas tratados».

La tribuna **#MujeresQueTransforman**, de **Mónica Guardado**, recuerda este mes a Margarita Salas, quién, además de todos sus logros científicos, nos ha dejado otro gran legado: un grupo de magníficas científicas que están haciendo que la ciencia española hable en femenino y sea un referente para el mundo entero.

**José Manuel Amor** hace una previsión de la situación que experimentará la renta fija en el año 2020.

Por su parte, **José Antonio Herce** se muestra optimista en su serie Laponia y afirma que, gracias a la acción de la sociedad civil se está empezando a revertir la despoblación y sus devastadoras consecuencias. Anticipa, también, que continuará con la serie a lo largo de 2020, centrándose en esta ocasión en destacar las buenas prácticas que buscan evitar la despoblación de las zonas rurales.

**Mauro F. Guillén** analiza la situación política de Hong Kong y propone eliminar las fuentes de incertidumbre que amenazan el futuro económico de una parte esencial para la economía global.

Por último, **Emilio Ontiveros** advierte en su columna del divorcio que se ha producido entre la desaceleración percibida en el sector industrial de las economías avanzadas y la disposición a seguir comprando bonos privados con algo más de rentabilidad que los públicos, que son considerados más seguros ::

## TEMA DE PORTADA

### La sostenibilidad pasa por las finanzas

El pasado mes de diciembre se reunieron en Madrid cerca de 200 países con motivo de la celebración de la COP25. Ponemos el foco en las sesiones dedicadas a las finanzas sostenibles.

Pág. 3



## PERSPECTIVAS

### El sector asegurador y el cambio climático

La Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático de 2019 (Cumbre del Clima – COP25) se celebra en Madrid desde el 2 al 13 de diciembre de 2019 bajo la presidencia de Chile.

Pág. 7

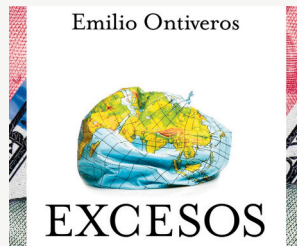


## ESCUELA

### Excesos y amenazas, mordeduras de la época

Reseña del libro EXCESOS. Amenazas a la prosperidad global, por Emilio Ontiveros. Planeta, 2019

Pág. 9



## TECNOLOGÍA

### Soluciones digitales para el sector financiero

El año 2019 ha sido apasionante en lo que a las innovaciones tecnológicas y su aplicación en el ámbito de los servicios financieros se refiere.

Pág. 11



## PUERTAS ABIERTAS

### Afi Escuela, referente en sostenibilidad y transformación digital

La actividad de Afi Escuela de Finanzas se ha centrado durante noviembre en dos grandes temas: la sostenibilidad y la transformación digital.

Pág. 13



ESTRATEGIA GLOBAL  
**El declive de Hong Kong**  
MAURO GUILLÉN

Pág. 16



MERCADOS FINANCIEROS  
**Renta fija en 2020: ni fija, ni renta**  
JOSÉ MANUEL AMOR

Pág. 17



#MUJERES QUE TRANSFORMAN  
**Margarita Salas, de Asturias para el mundo**  
MÓNICA GUARDADO

Pág. 19



HOMO OECONOMICUS  
**Laponia IX: Laponia**  
JOSÉ ANTONIO HERCE

Pág. 20



PASEO GLOBAL  
**Valoraciones de activos**  
EMILIO ONTIVEROS

Pág. 22



[iStock]/Getty Images

El pasado mes de diciembre se reunieron en Madrid cerca de 200 países con motivo de la celebración de la COP25. Ponemos el foco en las sesiones dedicadas a las finanzas sostenibles, palanca de cambio esencial hacia una economía descarbonizada y sostenible.

Silvia Meiattini @meiattini | Responsable de Comunicación de Afi

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

Tras el estallido social en Chile, la Conferencia de las Partes (COP), órgano de decisión que reúne los países firmantes del Convenio Marco de Naciones Unidas (CMNUCC) sobre el Cambio Climático, en su 25ª edición, se celebró en Madrid entre los días 2 y 13 de diciembre. Manteniendo la presidencia chilena de la COP25, el país anfitrión fue finalmente España, que demostró la capacidad sin igual de (re)organizar un evento de tal magnitud en tiempo record. El evento reunió a la comunidad científica, autoridades, representantes institucionales, academia, organizaciones del tercer sector y empresas, además de miles de activistas y particulares interesados de todo el mundo.

En el marco de la CMNUCC desde su adopción en 1992 hasta la fecha, las citas más relevantes han sido la COP3, organizada por Japón en 1997 y en la que se aprobó el Protocolo de Kioto, el primer gran acuerdo para reducir las emisiones de Gases de Efecto Invernadero (GEI) cuya vigencia termina en 2020; y la COP21 de París 2015. Para facilitar la puesta en marcha los Acuerdos de París y dar continuidad a los compromisos más allá del año 2020, cubría especial importancia la **COP25**.

El objetivo general del encuentro fue la implementación efectiva del Acuerdo de París del 2015 - reducción de GEI del 45% para 2030 respecto de 1990, y



que todos los países anuncien un compromiso de neutralidad de carbono para 2050- y, en particular, tres de sus aspectos: (i) la presentación de los avances en los planes nacionales de reducción de emisiones en 2020 para limitar el calentamiento global por debajo de los 2 grados; (ii) la implementación por parte de los países desarrollados de su compromiso de destinar 100.000 millones de dólares anuales en iniciativas relacionadas; y (iii) el debate sobre el artículo 6 del Acuerdo, que busca establecer el funcionamiento del mercado internacional de carbono.

#### MOVILIZACIÓN INTERNACIONAL Y PROTAGONISMO EUROPEO

A lo largo de las últimas décadas, la creciente preocupación por el deterioro del clima y la virulencia de los efectos de estos cambios ha sido impulsada, visibilizada y evidenciada por **los informes científicos del IPCC** (panel de expertos de Naciones Unidas) y el activismo de las organizaciones ecologistas.

La Unión Europea siempre ha jugado un papel importante y mostrado una posición avanzada en los compromisos. De hecho, en esta COP25, Ursula von der Leyen, presidenta de la Comisión Europea, anunció su compromiso de que Europa se convierta en el primer continente neutral para el clima en el año 2050, dejando claro que la batalla climática será una de las prioridades de su mandato. El compromiso estuvo acompañado con la presentación del «Green New Deal», el nuevo Pacto Verde que prevé las líneas generales de la estrategia europea de descarbonización y las medidas de acompañamiento previstas para una transición justa. Por su parte, Christine Lagarde, presidenta del Banco Central Europeo, comunicó que la autoridad monetaria tendrá en cuenta criterios ambientales a la hora de diseñar los mecanismos de compra de deuda.

En estos mismos días fue publicado el Reglamento UE 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros. Y finalmente, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) publicó en los primeros días de la COP25 el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles que esboza el enfoque y calendario para la aplicación de mandatos relacionados con factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG). El Plan presenta un enfoque gradual que otorga prioridad temporal a las métricas y *reporting*, estrategias y gestión de riesgos para seguir con el análisis de escenarios y el eventual reajuste de ponderaciones de riesgo. En días posteriores a la COP25 se llegó finalmente a un acuerdo en el Parlamento Europeo en relación a la taxonomía (sistema de etiquetado o libro de reglas de financiación verde) que será publicada una vez sean incorporados los úl-

timos cambios, como el que excluye la energía nuclear de la categoría de inversión verde.

#### MOVILIZACIÓN EN ESPAÑA

En **España**, el protagonismo ha descansado, si bien no de forma exclusiva, en el Ministerio de Transición Ecológica, que ha ejercido de coordinador y portavoz. Por su parte, la ministra de Economía y Empresa en funciones, Nadia Calviño, describió la taxonomía como un pilar fundamental para lograr la transición ecológica y esclarecer qué es *green* y qué es *brown* o incluso *greenwashing* y destacó la necesidad una mayor ambición y amplitud de miras en la elaboración de políticas nacionales, con una regulación consistente e inversión pública en la financiación sostenible.

Más allá de la acción de los científicos y de los Gobiernos, es notable la creciente implicación del **sector empresarial**, una buena noticia que implica que la sostenibilidad vaya saliendo de la esfera del marketing y la RSC, en donde muchas entidades la han relegado hasta ahora, para pasar a ser transversal y afectar al *core* de la actividad de muchas compañías, porque es evidente que, sin modificar el paradigma económico basado en la extracción de los recursos naturales y en el gasto energético sin límites (modelo de economía lineal y extractivo, el actual) no será posible abordar con éxito la crisis ambiental.

Así, vimos desfilar por los distintos espacios de la Cumbre a representantes de entidades públicas y de empresas, reafirmado su compromiso con la lucha contra la emergencia climática. Las declaraciones de las autoridades y de la mayoría de los directivos mostraron un amplio acuerdo sobre la necesidad de ofrecer soluciones innovadoras ante el reto de la descarbonización, que exige adoptar decisiones rápidas y asumir costes.

Además, en los últimos años, la **movilización social** sobre el cambio climático ha evolucionado y ya no concierne solo a los grupos más conscientes, sensibilizados e informados, sino que se extiende a amplias capas de la sociedad, y en particular a los jóvenes, preocupados por su futuro y por el estado de salud del planeta que van a heredar.

#### EL ESPERADO PROTAGONISMO DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES

Merece la pena destacar que las finanzas han asumido el protagonismo que les corresponde por el doble rol que ejerce en el reto planteado: por un lado, tienen que incorporar los criterios de sostenibilidad a la hora de analizar, valorar y mitigar los riesgos climáticos y, por el otro, pueden constituir una verdadera palanca de cambio, financiando servicios y

productos menos contaminantes y apostando por sectores descarbonizados cuya rentabilidad en muchos casos ya es mayor ya que suelen ser más eficientes desde el punto de vista energético, así como más innovadores.

En el marco de la Cumbre, se han expuesto las principales iniciativas en materia de finanzas sostenibles desarrolladas por agentes públicos y privados.

Destaca el recién creado **Centro Financiero para la Sostenibilidad en España** (Finresp), que presentó en la Cumbre sus compromisos con la sostenibilidad y las finanzas responsables en un acto en la zona azul, reservada a las autoridades. Finresp es una iniciativa pionera de AEB, CECA, Inverco, Unacc y Unespa para atender las necesidades del tejido productivo español, en particular de las pymes, en su adaptación a los principios y estándares de sostenibilidad que definen la Agenda 2030<sup>1</sup>. El acto de presentación fue moderado por nuestro vicepresidente Ángel Berges, y contó con la participación de José María Roldán, presidente de AEB y de Finresp y Sabine Döbeli, CEO de Swiss Sustainable Finance, dos de los veintiocho *Centers for Financial Sustainability* (C4FS) de Naciones Unidas.

Ese mismo día nueve de diciembre **los principales bancos españoles (incluido el Instituto de Crédito Oficial- ICO) anunciaron un compromiso conjunto para reducir la huella de carbono de sus carteras de crédito** como contribución a los objetivos del Acuerdo de París. Roldán, en calidad de presidente de la AEB, calificó de 'histórico' el hecho de que todos los agentes financieros españoles estén coordinando sus esfuerzos para facilitar a sus clientes y proveedores la transición hacia una economía más sostenible. Desde la perspectiva del ICO, su presidente José Carlos García de Quevedo, señaló que la adhesión a este acuerdo «refuerza el compromiso del banco público de contribuir, desde el modelo de colaboración público-privada, a la iniciativa del sistema bancario de promover un modelo de crecimiento más sostenible. Por ello, asume como propios los objetivos de París y participa en todos los debates sectoriales acerca de la mejor forma de abordar los desafíos bancarios ligados al cambio climático».

El Director General de CECA, José María Méndez, explicó que «la descarbonización de la economía es un enorme desafío. La única manera de encontrar el camino correcto es a través de la construcción de consensos entre los reguladores, las autoridades de supervisión y el sector privado. A través de la firma de estos compromisos, estamos demostrando que las entidades bancarias somos conscientes de nuestras responsabilidades ante el cambio climático».

El acuerdo fue firmado por una veintena de los principales bancos españoles que representan en to-

tal al 95% del sector y recoge el compromiso de desarrollo de metodologías adecuadas para medir el impacto que puede tener en sus balances la actividad desarrollada por sus clientes desde un punto de vista de preservación del medio ambiente y la lucha contra el cambio climático. Para ello, las entidades se proponen trabajar de forma independiente pero colaborativa y esforzarse para adoptar las mejores prácticas y estándares internacionales, así como establecer y publicar los objetivos específicos del sector en materia de sostenibilidad en un plazo máximo de tres años. En paralelo, cada entidad se compromete a informar anualmente sobre su progreso individual, y cada dos años sobre el progreso colectivo alcanzado en el desarrollo de este compromiso.

En la zona verde de la COP, abierta a la sociedad civil, tuvo lugar la **presentación del Foro Académico de Finanzas Sostenibles**, sus propósitos y líneas de actuación. El Foro nace como un *think tank* independiente con un enfoque teórico-práctico para promover el intercambio de ideas y la reflexión sobre las finanzas sostenibles en España. El Foro cuenta con un prestigioso Consejo Académico formado por profesionales de reconocida trayectoria: Emilio Ontiveros, presidente de Afi, y Mikel García-Prieto Arrabal, director general de Triodos Bank, Natalia Fabra, catedrática de la Universidad Carlos III de Madrid, Oriol Amat, catedrático de la Universidad Pompeu Fabra y Marcos Eguiguren, profesor de la Universitat Politècnica de Catalunya y director de la Alianza Global para la Banca con Valores (GABV).

El evento contó con la participación de Sandra Castañeda, directora de Desarrollo Corporativo de Triodos Bank y Ricardo Pedraz, coordinador de Finanzas Sostenibles de Afi Escuela de Finanzas que presentaron la primera monografía del Foro. El documento ofrece una recopilación de la lógica argumental que sustenta el desarrollo de las finanzas sostenibles e incluye las principales iniciativas que, en paralelo, pero de forma suplementaria, han venido desarrollando distintos agentes públicos y privados.

Ricardo Pedraz explicó que «las bases de las finanzas sostenibles están asentadas. Compromiso, transparencia, análisis y taxonomía serán los elementos fundamentales para su crecimiento» y añadió que «la competitividad ha pasado a estar ligada con la sostenibilidad. Los riesgos deben ser tenidos en cuenta para evitar pérdidas de valor, en algunos casos, masivas. Por otro lado, la sostenibilidad también ofrece un marco de oportunidades enorme para la economía».

#### ACUERDOS ALCANZADOS

Finalizada la Cumbre, el sentimiento general es que



**una oportunidad para avanzar en los compromisos de mitigación y adaptación a la situación de emergencia climática**, y que el eslogan «Tiempo de Actuar» de esta Cumbre habrá de ser de nuevo recordado en la próxima COP de Glasgow, a la que finalmente se han aplazado las decisiones más estructurales que se esperaba haberlas alcanzado en la de Chile-Madrid. No en vano, países como Brasil, China, EE.UU., la India o Rusia, no han accedido a cerrar el tan esperado pacto sobre la operativa y la doble contabilidad de los mercados de carbono (el denominado artículo 6 del Acuerdo de París).

El Acuerdo firmado ha sido de mínimos, pero cabe destacar que por primera vez se ha previsto una financiación por pérdidas y daños. Así, el Fondo Verde del Clima destinará recursos a los países más vulnerables ante las catástrofes provocadas por el clima. Se han tratado, además, temas transversales e innovadores. Resulta realmente rompedor el Plan de Acción de Género, que impulsará la participación de las mujeres en las negociaciones internacionales sobre el clima.

Asimismo, el Acuerdo recoge el imperativo de que la transición hacia una economía baja en carbono vaya acompañada de la creación de empleo decente. Se ha reconocido la labor y el papel que desempeñan las ONG, además de reafirmar la necesidad de que las políticas climáticas sean permanentemente actualizadas con los últimos avances de las investigaciones científicas.

Finalmente, se otorgó una importancia crucial a los océanos y el suelo, por lo que la Convención del

clima celebrará una reunión sobre estas cuestiones en junio de 2020.

### **GLASGOW 2020**

La actualidad calienta la sociedad en varias partes del planeta, y el aumento de las temperaturas, ya fuera de metáfora, no pueden sino incrementar el clima de tensión y conflicto, avisando devastaciones, hambrunas y migraciones. Por ello, los acuerdos en el seno del Convenio Marco de Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, mitigando los potenciales efectos devastadores del cambio climático, ayudan a mantener cierta estabilidad a nivel geopolítico.

Ahora todas las miradas están puestas en Glasgow 2020, cita a la que se ha trasladado la definición precisa del funcionamiento del mercado internacional de carbono. En este particular, los países menos avanzados, algunos científicos y numerosas ONG se oponen a la creación de un nuevo mercado de carbono para la compraventa de bonos de emisiones de GEI, temiendo que dicho sistema solo incentive que los países «ricos» sigan contaminando, comprando derechos de emisiones. Lo cierto es que la creación de instrumentos que generen incentivos a conductas eficientes, como son las señales de precio, son fundamentales en la lucha contra las externalidades negativas, como el deterioro ambiental o el consumo excesivo de un bien público.

Esperemos que este año «perdido» no suponga también la pérdida de más biodiversidad, de patrimonio cultural o natural, y de vidas por catástrofes climáticas cada día más extremas y frecuentes ::

---

<sup>1</sup> Acuerdo firmado en 2015 por los jefes de Estado y de Gobierno de los países miembros de Naciones Unidas.

# El sector asegurador y el cambio climático



La Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático de 2019 (Conferencia del Clima – COP25) se celebra en Madrid desde el 2 al 13 de diciembre de 2019 bajo la presidencia de Chile. A raíz este evento, y de ciertos papeles de trabajo recientemente publicados, es el momento idóneo para revisar la interrelación entre el sector asegurador (y reasegurador) y el cambio climático.

Ignacio Blasco @nacho\_blasco | Consultor del Área de Seguros de Afi

La Conferencia del Clima celebrada en Madrid ha dejado algunos titulares sobre el cambio climático y el ámbito empresarial (re)asegurador. Lo que es importante, dado que las compañías (re)aseguradoras pueden contribuir a los [objetivos de reducción de la temperatura global en 1,5°C establecidos por el Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático \(IPCC, por sus siglas en inglés\)](#) de Naciones Unidas. En concreto, las compañías (re)aseguradoras pueden contribuir tanto por el lado de su activo –sus inversiones– como por el lado del pasivo –sus obligaciones de cobertura de pólizas de seguros.

La importancia de la crisis climática debe ponerse en valor con las estadísticas de *The Economist Intelli-*

*gence Unit* de 2015 que estimaron que, de la totalidad de los activos financieros mundiales, un amplio margen de entre 4,2 y 13,8 billones de dólares se encuentran afectados potencialmente por el cambio climático. Por otro lado, la transición a una economía baja en carbono permitirá un crecimiento añadido a largo plazo de la economía del 2,8% en el año 2050.

La contribución de las compañías (re)aseguradoras, con una vocación de inversión a largo plazo, permitirán, por ejemplo, el impulso a la inversión en infraestructuras sostenibles, o la concesión de una mayor profundidad a los mercados financieros de finanzas verdes, todo ello gracias a la aplicación de criterios ASG en sus inversiones (Ambientales, Sociales



y de Gobierno Corporativo, o ESG, por sus siglas en inglés).

Por el lado del pasivo, las compañías aseguradoras pueden incluir en sus políticas de suscripción tras las al aseguramiento de sectores cuya actividad esté asociada a elevadas emisiones de CO<sub>2</sub>. Esto impactará adversamente en el desarrollo de este tipo de sectores y, a la larga, provocará un círculo virtuoso que elevará la concienciación hacia una economía sostenible. Las reaseguradoras, por su parte, podrían no aceptar los riesgos anteriores que pudieran ser cedidos por las compañías de seguro directo, incentivando el reaseguramiento de sectores verdes.

La tendencia relacionada con la política de suscripción anterior es visible en los criterios de las agencias de calificación crediticias: agencias como Standard & Poor's y AM Best -esta última especializada en compañías aseguradoras- incluyen la sostenibilidad y el cambio climático entre sus criterios de calificación crediticia. Algunos ejemplos concretos son los siguientes:

- **AM Best** incluye en su metodología de rating actualizada a diciembre de 2018 un apartado específico para los factores ASG. Establece que, a efectos de otorgar calificación crediticia, tiene en cuenta la exclusión en el aseguramiento de ciertos riesgos tóxicos, como la producción de energía basada en carbón, o el aseguramiento de la industria de las arenas bituminosas.

Por otro lado, las medidas ASG también son consideradas mediante procesos de selección de riesgo basados en la geolocalización y métricas asociadas, de cara a evitar excesiva exposición a riesgos climáticos. Y por el lado de aspectos que ponderan positivamente en su calificación crediticia, AM Best tiene en cuenta el diseño y comercialización de productos ligados a la energía renovable por parte de compañías de seguros generales. Así mismo, esta agencia analiza la fortaleza del balance asegurador ante los posibles efectos del cambio climático.

- **Standard & Poor's**, por su parte, incorpora criterios ASG a la hora de otorgar calificación crediticia, si bien sin explicitar tanto detalle metodológico como el caso anterior.

Y no es menos cierto que la solvencia de las compañías aseguradoras contempla los riesgos catastróficos de la naturaleza en la modelización de su capital económico, si bien la calibración de dichos riesgos no incluye aún el riesgo de cambio climático.

Esto es evidente atendiendo a lo establecido por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) en la [calibración del riesgo catastrófico en la fórmula estándar](#) (Pilar I de Solvencia II). Dicha calibración se efectúa a partir de la información histórica de varias déca-

das, que se complementa con juicio experto y enfoques basados en escenarios. Lógicamente, el riesgo climático no se encuentra suficientemente representado por la información histórica de unas pocas décadas. Por esta razón, los documentos de consulta de EIOPA sobre estabilidad financiera sugieren que los riesgos asociados al cambio climático sean tenidos en cuenta de forma prospectiva, y en lugar de incluirse en Pilar I, hayan de contemplarse dentro del Pilar II de Solvencia II.

Presumiblemente, en el futuro, los riesgos de cambio climático se incluirán, no sólo en la política de gestión de riesgos de las compañías, sino también en la Evaluación Interna de los Riesgos y de la Solvencia (ORSA, por sus siglas en inglés), documento por el que la compañía (re)aseguradora realiza un ejercicio de «autoconomiento» de los riesgos a los que está expuesta.

Para la identificación de los riesgos anteriores, tanto en política de gestión de riesgos como en el ORSA, debe distinguirse que existen los riesgos primarios climáticos (por ejemplo, huracanes y tormentas) y riesgos secundarios climáticos (de mayor frecuencia que los eventos primarios y con una severidad media-baja).

Si bien es cierto que ejercicios de estrés como los llevados a cabo por la *Prudential Regulatory Authority* en el Reino Unido, que incluyen los riesgos de cambio climático, ayudan a entender mejor las implicaciones de este tipo de riesgos en el sector (re)asegurador, el reto en el futuro no sólo supondrá un reto de identificación, sino también de modelización de los primeros, y en mayor medida, de los segundos.

Como conclusión, esto traerá consigo sin duda alguna nuevos y apasionantes territorios por explorar en la esfera actuarial, al margen de los retos de gestión que las (re)aseguradoras tienen por delante ::

#### LECTURAS RECOMENDADAS

1. [Sigma Swiss Re Institute n° 2/2019. «Natural catastrophes and man-made disasters in 2018: «secondary» perils on the frontline». February 2019.](#)
2. [Swiss Re Institute. «Climate resilience: how insurance can contribute to a new, «green» dawn». November 2019.](#)
3. [Swiss Re Institute. «Swiss Re Institute estimates global economic losses of USD 44 billion from catastrophes in the first half of 2019».](#)
4. [«Best's Credit Rating Methodology». December 2018. AM Best.](#)
5. [«How does S&P Global Ratings Incorporate Environmental, Social, And Governance Risks Into Its Ratings Analysis». S&P Global Ratings. November 2017.](#)

# Excesos y amenazas, mordeduras de la época

Reseña del libro **EXCESOS. Amenazas a la prosperidad global**, por Emilio Ontiveros.  
Planeta, 2019

Rafael Myro @rmysan | Catedrático de Economía Aplicada de la Universidad Complutense de Madrid

Emilio Ontiveros



# EXCESOS

Amenazas a  
la prosperidad global

Planeta

No contamos en España con muchos economistas que ofrezcan valoraciones compactas, y bien informadas, acerca del especial momento económico que atraviesa la humanidad hoy, de las virtudes y defectos de esta rara época, de rápido e intenso cambio económico. Quizá porque no es una tarea fácil de acometer, y es intelectualmente arriesgada siempre, pues requiere de una inmersión en la amplia, compleja y diversa realidad económica y social del planeta, el seguimiento permanente de los análisis más destacados realizados sobre ella, que hoy se multiplican, la profundización en áreas especializadas, y el adecuado ensamblaje y concatenación de causas y efectos.

Emilio Ontiveros viene desarrollando esta labor con gran solvencia desde hace muchos años, tanto a través de sus contribuciones escritas en periódicos y revistas, como de sus conferencias. Y, desde luego, en sus libros. El último, titulado *Excesos. Amenazas a la prosperidad global*, que comentamos aquí, asombra por su ambición y brillantez. Es heredero de varios de sus recientes artículos, así como de otros dos libros, también sobresalientes, uno publicado en 1997, *Sin orden y concierto*, una crítica del orden monetario internacional, que ya por entonces mostraba grandes debilidades, y otro, titulado *Una nueva época*, que contiene un análisis realizado a comienzos de esta década (2012), en colaboración con Mauro Guillén, sobre los retos a



los que se enfrenta la economía mundial. Mis alumnos lo leen año tras año con gran satisfacción. El nuevo libro incorpora también el extenso conocimiento del autor acerca de la revolución tecnológica de las TIC y de Internet, extraído de una pronta preocupación por ella, puesta ya de manifiesto en su libro de 2001, *La economía en la Red*, y de un permanente seguimiento desde entonces de sus principales hitos y efectos, muy bien alimentado por los trabajos realizados en este ámbito en la empresa que él contribuyó a crear y hoy preside, Afi.

El libro que comentamos lleva el corto y expresivo título de *Excesos*, pero se subtitula *Amenazas a la prosperidad global*. Su contenido no es fácil de sintetizar, pues es un sistemático escrutinio de los avatares de la economía mundial en los últimos treinta años, enmarcado en el orden multilateral creado después de la Segunda Guerra Mundial. Sin embargo, las dos palabras clave utilizadas en su título, excesos y amenazas, permiten dibujar su esqueleto. Los excesos derivan de una globalización económica y financiera, subrayando esta última faceta, que avanza con una especial intensidad entre el final de los años ochenta y la crisis iniciada en 2008, y de algunas creencias subyacentes a ella, como la completa libertad para los mercados, reduciendo al mínimo su regulación y la corrección de sus fallos. Las consecuencias son contundentes y suponen sendas amenazas a nuestra prosperidad, significativos aumentos de la desigualdad, excesiva *financiarización* de las economías, que dificulta su estabilidad financiera y macroeconómica, aumento generalizado del poder de mercado de un conjunto de grandes compañías (en casi todas las actividades productivas, y no solo en el seno de cada país, sino también a escala global) y la destrucción del medio ambiente. «A los mercados no se les puede dejar solos», dice el autor (p. 277). La Gran Recesión, espléndidamente analizada en el libro, es la mejor ilustración de esta idea. Tampoco puede dejarse solas a muchas de las grandes empresas multinacionales, empeñadas en ser las beneficiarias de la creciente integración internacional sin asumir ninguno de los costes que esta ha exigido a los ciudadanos y a los Gobiernos, como revela, entre otros indicadores, su reducido pago de impuestos.

Pero las amenazas no solo proceden de los excesos. También de las malas respuestas dadas a algunos de ellos. La primera, el abandono de la cooperación internacional en favor de la introspección nacional. El autor del libro muestra en varias ocasiones su sorpresa por el hecho de que sea precisamente Estados Unidos el país que lidera el intento de demolición de un orden internacional que siempre ha dirigido y gobernado, en lugar de contribuir a construir otro alternativo, que dé respuesta a las exigencias de una economía internacional mucho más integrada (globalizada) que hace 70 años. No es para menos, la guerra comercial iniciada por este país desde la llegada al poder del presidente Donald Trump, junto a la batalla desplegada por el dominio de las nuevas tecnologías y la lucha por mante-

ner la hegemonía política global conforman un escenario de gran amenaza para el crecimiento económico y la estabilidad política mundial.

Tampoco las equivocadas respuestas dadas por las autoridades comunitarias a la Gran Recesión, primando la austeridad y minimizando la solidaridad, han favorecido la continuidad de la integración entre los países que conforman la UE. Por el contrario, hoy es visible una notable fragmentación de ideas y aspiraciones acerca del futuro de este área, que limitan la capacidad de respuesta ante los excesos y amenazas antes descritos.

Sin embargo, las amenazas también proceden de nuevas realidades. El freno demográfico es la primera de ellas. El envejecimiento de las poblaciones de los países desarrollados, cada vez más concentradas en *megaciudades*, tenderá a ralentizar el consumo y el avance de la productividad y absorberá fondos crecientes de las arcas públicas para el pago de pensiones. La segunda es la revolución tecnológica en marcha, basada en la robotización y la inteligencia artificial, que ya ha frenado el ascenso de los salarios y precarizado parte de las nuevas contrataciones, favoreciendo la desigualdad en la distribución de la renta. Esta revolución ofrece en realidad una gran oportunidad para lograr un crecimiento inclusivo, si se dirige a favor de la creación de nuevas actividades y nuevos empleos, en lugar de a la sustitución de los actuales, siendo pues una cuestión primordial quién y cómo dirige su avance.

La naturaleza y la importancia de las amenazas señaladas, cuyas implicaciones y relaciones entre sí se describen con detenimiento en el libro comentado, reclaman tres grandes transformaciones. En primer lugar, mejores Gobiernos e instituciones públicas, «son hoy más importantes que en las épocas que hemos revisado», señala el autor (p.278). Desde luego, son fundamentales ante las amenazas de desigualdad y desempleo, y deben ayudar a orientar en la dirección adecuada las nuevas tecnologías digitales. En segundo lugar, un nuevo orden internacional, que favorezca el crecimiento inclusivo, con renovada gobernanza, de la que participen los nuevos actores en la escena global, con China e India a la cabeza. De otra manera, puede imponerse un peligroso bilateralismo, carente de normas y reglas, que se base en el poder de negociación de las partes. Finalmente, en tercer lugar, una empresa más preocupada por el crecimiento, por sus trabajadores y por el medio ambiente, y menos por dar valor a sus accionistas, en una refundación del capitalismo que instituciones claramente representativas de este, como el FMI, ya reclaman.

En fin, con este libro, el lector tiene en sus manos una excelente oportunidad para comprender mejor, ampliando su perspectiva, los retos y amenazas de nuestro tiempo, las morderuras de la época, siguiendo la afortunada expresión del poeta Juan Gelman que el autor recoge. Su lectura, no solo resulta muy gratificante, sino que también abre el apetito por adentrarse más a fondo en algunos de los muchos temas tratados ::

# Soluciones digitales para el sector financiero



El año 2019 ha sido apasionante en lo que a las innovaciones tecnológicas y su aplicación en el ámbito de los servicios financieros se refiere. Haciendo un repaso general de los últimos desarrollos en este campo, en el plano de lo que vendrá a revolucionar el uso de la tecnología desde sus cimientos, es necesario hacer una referencia a la computación cuántica.

Borja Foncillas @borja\_foncillas | Consejero Delegado de Afi

Este año que cerramos ha sido, desde el punto de vista del uso de la tecnología en los servicios financieros, otro año apasionante. La aceleración digital, la intensa competencia y la aparición de nuevas técnicas y soluciones han ayudado en gran medida a que el impulso que estamos experimentando estos últimos años no cese.

Comienzo el balance del año con una crítica. La esperada llegada de soluciones robustas basadas en **cadenas de bloques (blockchain)** continúa pendiente de materializarse. Durante el año hemos asistido a la

ejecución de proyectos piloto que han demostrado que muchos casos pueden resolverse mediante el uso de cadena de bloques, pero en su mayor parte no se ha constatado una mejora de eficiencia o reducción de costes. A menudo estamos viendo que la promesa de contar con un sistema de registro seguro, trazable y descentralizado puede resolverse de forma más eficiente mediante el uso de tecnologías diferentes de *blockchain*. Sin embargo, hay que reconocer que la discusión en torno a *blockchain* ha conseguido alinear esfuerzos en ámbitos hasta ahora dominados por

grandes jugadores o aletargados por la inacción de posibles actores, como es el caso de los medios de pago o la identidad digital, por poner dos ejemplos.

Tampoco ha comenzado con el empuje esperado la implementación de la normativa PSD2, en lo que respecta a las figuras de agregación (AISP) e iniciación (PISP) de pagos. La expectativa de contar con un detalle completo de la operativa y situación financiera del consumidor ha quedado incumplida, hasta el punto de que las API finalmente implementadas aportan menos información que los agregadores clásicos mediante técnicas de *web scrapping*. La coincidencia en el tiempo de la autenticación reforzada con la aparición de los primeros agregadores «renovados» ha generado, además, una serie de problemas técnicos sustanciados, principalmente, en la imposibilidad de acceder a la información de posiciones del cliente en terceras entidades. Seguro que estos problemas se solucionarán en los próximos meses, pero este accidentado inicio recuerda mucho a los problemas de los primeros agregadores que, hace ya casi 20 años, no consiguieron despegar. Por otra parte, la promesa de que la figura del iniciador de pagos estimularía la innovación en los medios de pago, tampoco se ha cumplido por el momento; poder iniciar un pago de un banco desde la app de otro diferente no parece que vaya a aportar un movimiento disruptivo en la industria.

En el plano de lo que vendrá a revolucionar el uso de la tecnología desde sus cimientos, es necesario hacer una referencia a la **computación cuántica**. La publicación del artículo «*Quantum supremacy using a programmable superconducting processor*» en Nature, por parte del equipo de Google AI Quantum, ha marcado un hito controvertido a la luz de la reacción de parte de la comunidad científica involucrada en el desarrollo de la computación cuántica (especialmente IBM, su principal competidor). Al margen de la discusión sobre si hemos llegado o no a la supremacía cuántica, bien es cierto que el experimento de Google es un paso más en la transición de la computación cuántica desde el plano experimental hasta su futura (a largo plazo) implementación comercial. Estamos a muchos años, probablemente décadas, de contar con dicha implementación comercial, pero la expectativa de disrupción asociada a esta tecnología ya está ayudando a catalizar iniciativas en diversos ámbitos, como el de la criptografía y la simulación. No obstante, al igual que ha sucedido con otras tecnologías novedosas, vemos cómo el término se pervierte y algunos jugadores empiezan a vender sistemas de simulación clásica más o menos optimizados como «computación cuántica»; nada más lejos de la realidad.

Donde sí hemos apreciado un fuerte impulso es en la transición desde el uso de técnicas de *machine learning* «clásicas» hacia el uso de la re denominada **Inteligencia Artificial**, entendiendo esta como el conjunto de técnicas alrededor del uso de **redes neuronales profundas**. La información disponible del cliente es cada vez más abundante, detallada y depurada, y cada vez es más amplia la variedad de entidades y usos de este tipo de técnicas, tanto en el ámbito comercial como de riesgos. La conjunción de capacidades asociadas a la Inteligencia Artificial debería acercarnos cada vez más rápidamente hacia una nueva generación de servicios de asistencia automatizada en que el cliente, además de poder comunicarse de forma más humana con la tecnología, pueda percibir a la entidad como su socio a la hora de realizar una mejor gestión de su economía familiar.

El reverso de esta evolución tecnológica es su uso en **actividades delictivas**. Los criminales, que también tienen su cuenta de resultados, disponen en este momento de excelentes herramientas para maximizar sus ingresos y reducir sus costes. Además de la creación de heurísticas de ataque más sofisticadas, la utilización de técnicas de *deepfake* abre una vía excelente para la suplantación de identidad. No hay duda de que el negocio (y los riesgos) asociado a la ciberseguridad se encuentra en un momento álgido, que con toda seguridad va a seguir aumentando en importancia en los años que vienen.

Por último, este año hemos hablado mucho de **arbitraje regulatorio** en distintas jurisdicciones europeas, pero este es anecdótico con respecto al que vivimos entre los ejes americano, europeo y asiático, donde el enfoque de base, tanto legal como ético, es tan diferente. La dicotomía entre bien común e individual, la regulación sobre propiedad del dato, y la muy distinta protección de privacidad e información personal van a hacer cada vez más complicada la convivencia entre jugadores y geografías globales. El procesamiento masivo y cada vez más preciso de nuestros datos va a acelerar más aún, si cabe, la concentración de mercado en aquellos jugadores que cuenten con mayor masa crítica y acceso a tecnología avanzada. **Si pretendemos seguir siendo competitivos en el medio plazo, va a ser necesaria una mucho mayor y mejor coordinación entre los actores del eje europeo**, tanto en la creación de un contexto competitivo en igualdad de condiciones como en la generación de ecosistemas comunes e independientes en ámbitos de procesamiento masivo (como, por ejemplo, el de pagos *retail*) ::





## Afi Escuela, referente en sostenibilidad y transformación digital

La actividad de Afi Escuela de Finanzas se ha centrado durante el mes de noviembre en dos grandes temas que forman parte de las prioridades y de las principales apuestas de la Escuela por constituirse en grandes retos que afectan a numerosos sectores económicos: **la sostenibilidad y la transformación digital**.

Ángela Sánchez @Gueliya1 | Redactora del área de Comunicación de Afi

Retomamos **las conferencias del Ciclo del 25 Aniversario de Afi Escuela**, ciclo que culminó en diciembre con una sesión impartida por **Mónica Guardado, Directora General de la Escuela y Socia de Afi**. En esta ocasión, contamos con **Juan Cebrián**, Corporate Director Regulatory Public Affairs en Caixabank y Alumni de Afi Escuela, quien presentó un análisis del sector bancario, en la jornada «La Banca del futuro: un paseo entre las nubes». **Juan Cebrián** destacó el complejo momento que vive la banca ante los numerosos retos y cambios que supone la transformación digital. Destacó la importancia de los datos y de su correcto tratamiento y análisis y la necesidad de una regulación que aporte seguridad jurídica al sector.



Mónica Guardado, Directora de Afi Escuela, y Juan Cebrián, durante la penúltima sesión del Ciclo de Conferencias del 25 Aniversario de Afi Escuela.

## JORNADA DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y DE MERCADOS

Impartimos una nueva edición de la **Jornada de Análisis Económico y de Mercados**, en una sesión estructurada en dos grandes bloques. En el primero de ellos, **Emilio Ontiveros, Ángel Berges, Gonzalo García y David del Val** analizaron las novedades del entorno global, el estado del sector bancario y de la economía española en general. Se destacó la tendencia creciente a la «japonización» de la eurozona, materializada en un bajo crecimiento, una productividad pobre, falta de elasticidad en las decisiones de gasto y un envejecimiento manifiesto de la demografía. Además, se recordó la vigencia de los tipos de interés al 0% desde hace un lustro y el consecuente efecto que supone para la banca y se vaticinó que 2019 será el peor año para la economía global desde la crisis. Las causas estructurales de este augurio son el menor crecimiento de China, el exceso de capacidad y transformación del sector del automóvil, el agotamiento de la globalización, el choque comercial entre China y EE.UU. y el riesgo de estancamiento secular. Asimismo, se señaló el riesgo de que las dinámicas del comercio internacional queden secuestradas por las tensiones entre EE.UU. y China.



Durante la segunda parte de la sesión, de la mano de **Salvador Jiménez, Rui da Mota y Nereida González**, pudimos descubrir las perspectivas para las variables financieras y el *asset allocation* de Afi. A lo largo de este bloque, se examinó la economía estadounidense y se hizo hincapié en su robustez y en la desaparición de la necesidad de realizar ajustes adicionales de tipos de interés, lo que no impide que la FED continúe con la subida de tipos de cara a 2020.

También se desgarró la economía europea, de la que se destacó la falta de margen de maniobra del BCE en contraposición con su homólogo norteamericano, y de la que se espera que mantenga los tipos bajos por un tiempo prolongado. Por último, se examinó en profundidad la situación actual y perspectivas para las economías emergentes.

## LA SOSTENIBILIDAD EN EL SECTOR SEGUROS

**Spainsif y Afi** organizaron la sesión «Retos de la sostenibilidad en el sector asegurador», con el propósito de analizar cómo afrontan las aseguradoras el impulso de la inversión sostenible.



El primer bloque del acto estuvo liderado por **Iratxe Galdeano**, Socia del área de seguros de Afi; **Joaquín Garralda**, Presidente de Spainsif; y **Elena Tejero**, de la Dirección General del Seguro, quienes repasaron las implicaciones para las aseguradoras a la hora de invertir los activos que poseen, así como a la hora de invertir los activos de terceros a nivel ambiental, social y de buen gobierno. Además, dada la elevada exposición de las aseguradoras a los criterios ASG (ambientales, sociales y de buen gobierno) como gestoras de activos, como inversores de sus reservas técnicas y como empresas en sí mismas, recalcaron la necesidad de establecer un posicionamiento estratégico en la sostenibilidad y alinearlo con su estrategia de responsabilidad social corporativa. En la segunda parte de la jornada participaron cuatro representantes de empresas y organizaciones del sector asegurador como **Unespa, Mapfre AM, Seguros RGA y Cajamar Vida**, que coincidieron en señalar tanto el compromiso del propio sector con la Inversión Socialmente Responsable (ISR) como la necesidad de un marco regulatorio más claro y sencillo que permita su desarrollo y, al mismo tiempo, garantice la seguridad y la estabilidad.

## DOS MASTERCLASS DE ALTA

Afi Escuela organizó dos exitosas masterclass, la primera liderada por **Carlos Magán**, Socio de Afi, y la se-





Carlos Magán a lo largo de la Masterclass «Inversión Socialmente responsable: no es la rentabilidad, es el riesgo».

gunda conducida por **David Cano, Socio de Afi y Director de Afi Inversiones Globales, SGIIC.**

**Carlos Magán** explicó a los asistentes las particularidades de la inversión sostenible y responsable y cómo a través de ella evitamos la exposición a riesgos extremos, además de realizar un análisis pormenorizado de las diferentes herramientas y metodologías para medir elementos no financieros.



Afi Escuela durante la Masterclass de David Cano.

Por su parte, **David Cano** centró su clase magistral en el análisis de la economía mundial y del posicionamiento global macro de las carteras de inversión. Así, explicó la posición cíclica de la economía mundial, las perspectivas para las políticas monetarias, el posicionamiento de la renta, las novedades en los mercados emergentes y la gestión alternativa de los activos ::





«Los disturbios que comenzaron en junio de 2019 han acelerado este proceso de declive y amenazan con destruir la reputación de Hong Kong, que tanto costó construir a lo largo de las décadas»

## El declive de Hong Kong

Entre los años sesenta y los ochenta Hong Kong era una de las cuatro economías tigre, junto con Singapur, Corea del Sur y Taiwán. Al igual que Singapur, era un enclave estratégico que ofrecía una base logística, financiera y empresarial de primer orden. Su reputación como uno de los principales centros de negocios del mundo se construyó sobre la base del derecho común inglés, la libertad económica y una mínima intervención del Gobierno (al contrario que en Singapur). Los sectores manufactureros ligeros (confección, calzado y electrónica), así como la banca y las finanzas, florecieron para envidia del resto del mundo. Mientras tanto, China era un país atrasado, lastrado por la Revolución Cultural y las luchas intestinas tras la muerte de Mao. La apertura hacia Estados Unidos todavía no había producido los efectos esperados.

En 1997 el Reino Unido transfirió la soberanía sobre Hong Kong a la República Popular de China, que se comprometió a respetar la autonomía de la excolonia durante al menos medio siglo. Hong Kong continuó creciendo y diversificando su economía, pero los temores y las semillas del declive quedaron ineludiblemente sembrados. Desde entonces, Hong Kong ha perdido terreno progresivamente a tres ciudades en ascenso. El negocio logístico de transporte de mercancías ha crecido con mayor rapidez en Shenzhen, a pocos kilómetros al norte. Aunque todavía se trate de una plaza financiera incipiente, Shanghai terminará siendo la capital financiera de China, recuperando así la posición que ostentaba antes de la revolución maoísta.

Y Singapur se presenta en la actualidad como un centro de negocios más atractivo para las grandes multinacionales.

Los disturbios que comenzaron en junio de 2019 han acelerado este proceso de declive y amenazan con destruir la reputación de Hong Kong, que tanto costó construir a lo largo de las décadas. Las reivindicaciones de los manifestantes son legítimas y además son consistentes con algunos de los factores que siguen apuntando a Hong Kong como enclave comercial. En particular, el imperio de la ley y la independencia de los tribunales es uno de los aspectos que las empresas y los inversores más aprecian. Pero también es cierto que la virulencia y la longevidad de las protestas aumentan la incertidumbre sobre el futuro del enclave.

Resulta instructivo comparar la evolución de Hong Kong con la de Macao, la excolonia portuguesa cuya soberanía cambió en 1999. Se trata de una economía muy concentrada en el turismo y los juegos de azar, pero que está experimentando un momento dorado. La evolución de la relación entre estas dos regiones administrativas especiales y el Gobierno de China es importantísima para el futuro de Taiwán, así como para la prosperidad de China en su conjunto. Si el conflicto en Hong Kong se vuelve crónico, las acusaciones cruzadas dominarán el escenario político y económico en el mar del Sur de China por muchos años. Urge ahora canalizar el conflicto y eliminar las fuentes de incertidumbre que amenazan el futuro económico de una parte esencial para la economía global ::

**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: @MauroGuillen



«El año 2020 se presenta complicado para la renta fija en euros»

# Renta fija en 2020: ni fija, ni renta

Las principales categorías de renta fija en euros arrojan retornos muy substanciales en los últimos doce meses. La deuda italiana es la estrella en el espacio soberano; el segmento corporate BBB supera la rentabilidad del *high yield* no financiero, y el *high yield* financiero ha capitalizado la firme apuesta por la subordinación.

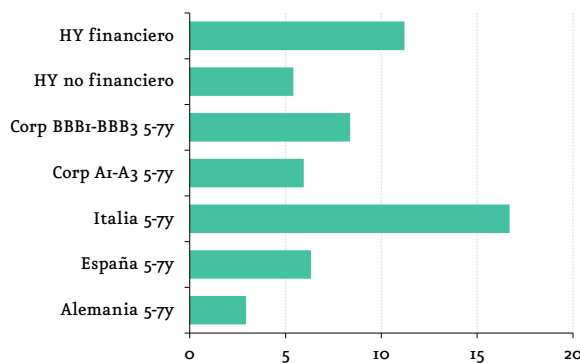
nentes han aportado rentabilidad positiva.

Atendiendo a este análisis de fuentes de rentabilidad, el año 2020 se presenta complicado para la renta fija en euros. El *carry* actual a doce meses (definido como TIR del activo menos coste de financiación) en todos los segmentos se encuentra en niveles muy reducidos. De hecho, salvo en la deuda italiana y el *high yield* no financiero, donde son algo más elevados, los niveles actuales de *carry* se encuentran en los percentiles 5-10% de los últimos veinte años. Apenas existe, por tanto, protección ante repuntes de TIR, ya sea por su componente de tipo libre de riesgo o *spread* de crédito. La renta fija en 2020, además de no ser «fija» (nunca lo es) apenas aporta renta ya.

En relación a esta última variable, el *spread* de crédito, nos situamos algo más alejados de los percentiles más bajos de la distribución, por lo que no sería descartable que, en un entorno de estabilidad cíclica, pudiera producirse algún estrechamiento adicional. En todo caso, hay que estar muy atentos al aumento de empresas en situación crediticia complicada de no ser por la excepcional situación, por su bajo nivel y persistencia en el tiempo, de los tipos de interés libres de riesgo. Son las denominadas empresas *zombie*, que sobreviven gracias a una política monetaria muy acomodaticia y que en un entorno menos favorable tendrían

## Rentabilidad en distintos segmentos de renta fija en euros

(noviembre de 2019, últimos doce meses, %)



Fuente: Afi a partir de datos de ICE.

Las fuentes de retorno en los últimos doce meses provienen, además del devengo de TIR (o *carry* inicial de la posición), de las caídas experimentadas por la propia TIR en el período, intensa para la mayoría de segmentos. En estas caídas de rentabilidad de mercado, ambos componentes —tipo libre de riesgo y *spread* de crédito frente a aquel— han cedido de forma substancial. De esta forma, todos los compo-

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

complicada su supervivencia. Contribuye también a esta situación un contexto de muy reducida rentabilidad en la banca, que en ocasiones puede llevar a tomar decisiones de alargamiento de plazos en compañías con dificultades para refinanciar sus pasivos, en lugar de aflorar las pérdidas.

Esta situación deriva en que las tasas de impago o *default* persistan en niveles muy reducidos a pesar del deterioro en la actividad económica. En otros episodios pasados, un deterioro como el actual en la producción industrial fue paralelo a un incremento de la tasa de *default*, algo que no estamos observando hoy. Y, aunque la estabilización macro global y la conti-

nuidad de la expansión monetaria que esperamos para 2020 debe permitir que las tasas de impago se mantengan relativamente bajas, no podemos obviar que muchas de estas compañías cuentan con fundamentales crediticios ya muy delicados (ratios de cobertura de la deuda elevados) y que, en el caso de producirse un nuevo *shock* a la actividad, su capacidad de resistencia sería ya exigua.

En conclusión, consideramos que ante el peor binomio rentabilidad/riesgo en décadas, el posicionamiento en renta fija en euros y, en especial, en la deuda corporativa de baja calidad, debe de ser defensivo de cara a 2020 ::





## Margarita Salas, de Asturias para el mundo

«Además de todos sus logros científicos, Margarita Salas nos ha dejado otro legado: un grupo de magníficas científicas que están haciendo que la ciencia española hable en femenino y sea un referente para el mundo entero»

**H**ace unas semanas, a sus 80 años nos dejaba Margarita Salas huérfanas de un referente para el resto de mujeres, y especialmente para las científicas, en España.

Esta bioquímica asturiana cumplió el que fue su sueño: trabajar en el laboratorio hasta el último día de su vida, como también hiciera Rita Levi-Montalcini, científica a la que Margarita tanto admiraba.

La Dra. Salas constituye una figura clave en los ámbitos de la bioquímica y la biología molecular. Su mayor logro científico fue el descubrimiento de una técnica que permite amplificar las muestras más pequeñas de ADN en cantidades suficientes para hacer un análisis genómico completo, una invención que se convirtió en la base de la genética moderna, con aplicaciones en todo tipo de campos. El descubrimiento, patentado en 1989, es el que más ingresos ha aportado al CSIC en toda su historia (seis millones de euros).

Pero además de una gran investigadora, Margarita Salas será recordada como una gran defensora de los derechos de las mujeres, como un referente feminista y, sobre todo, como un modelo para las niñas con vocación científica: fue la primera mujer española que ingresó en la Academia Nacional de Ciencias de EE.UU.

Entre otros reconocimientos, Salas recibió el Premio Jaime I de Investigación en 1994, el Premio Nacional de Investigación Santiago Ramón y Cajal en 1999, la Medalla de Oro al Mérito en el Trabajo en 1995, y además fue nombrada Investigadora Europea en 1999 por la UNESCO. Fue miembro de la Real Academia de Ciencias Exactas, Físicas y Naturales, así como de la Real Academia Española de la Lengua, y fue la primera mujer que recibió un doctorado Honoris Causa de la Universidad de Oviedo.

Además de todos sus logros científicos, Margarita Salas nos ha dejado otro legado: un grupo de magníficas científicas discípulas suyas que están haciendo que la ciencia española hable en femenino y sea un referente para el mundo entero.

Confiemos en que su trabajo sea reconocido en su tierra próximamente y que ello contribuya a impulsar a las niñas asturianas y españolas a seguir su camino en el campo de la ciencia, que tanta falta hace para seguir avanzando en la igualdad de género.

Me quedo con una frase suya en la que decía: «lo importante no es tener arrugas en la cara, sino no tenerlas en el cerebro».

¡Muchas gracias, Margarita, por tu ejemplo e inspiración! ::



«Frente a la dimensión mediática que está adquiriendo el problema de la despoblación, cientos, por no decir miles, de pequeños colectivos mucho menos visibles están actuando directamente»

## Laponia IX: Laponia

Laponia, como es bien sabido, es un vasto territorio situado entre Finlandia, Noruega Suecia y Rusia. Su extensión es de 388 mil km<sup>2</sup> y su población de 1,1 millones de habitantes, de los cuales 800 mil habitan en la parte rusa, lo que arroja una densidad de población de apenas 2,8 habitantes por km<sup>2</sup>, entre 1 y 2 si nos referimos únicamente a las partes no rusas de esta enorme región ártica. Laponia nunca estuvo más poblada que ahora, por lo que su problema no es exactamente de despoblación. Es, simplemente, un área escasísimamente poblada en la que la población vive bajo duras condiciones climáticas y fuertemente subsidiada por los gobiernos respectivos.

Estos, desean fijar población allí para evitar que se desaprovechen importantes recursos como la caza o la ganadería de renos en estado salvaje, recursos minerales y, más recientemente la explotación de los atractivos turísticos que indudablemente tiene la región. Sobre todo, se desea proteger el estilo de vida de grupos indígenas (minoritarios entre la población existente, no obstante) que incorporan importantes valores etnográficos y culturales, incluida la lengua de los habitantes originarios de estos territorios y presentes en ellos desde hace muchos milenios.

Casi nada de lo anterior se refleja en el caso de los territorios despoblados

españoles. Tan solo la extrema soledad de amplias zonas del interior peninsular, sin excluir zonas de montaña con clima más extremo, reflejada en densidades de población similares, autorizaría a una extorsión del lenguaje tan abusiva como la que ha dado nombre a esta serie a lo largo del año que acaba. En la misma he expuesto y analizado (a mi manera) los problemas generales de la despoblación en España confiando en que este título forzado, pero a la vez evocador, de la característica más visible de la «ultraperiferia demográfica española» haya captado la atención del lector y la haya concentrado en lo que se está convirtiendo en un ítem más en la ya abultada agenda nacional.

Pienso en continuar la serie en 2020. Con el mismo título. El enfoque será distinto, centrado en las «buenas prácticas» como categorías para la acción. El tipo de acción que se necesita para recuperar un territorio habitado y vibrante e ilustrando estas buenas prácticas con alusiones directas a las experiencias, abundantísimas, que vienen dándose en el territorio, desde abajo, desde hace muchos años.

Frente a la dimensión mediática que está adquiriendo el problema de la despoblación, con tintes que a veces rayan lo «folclórico» (no el folclore, que es otra cosa), cientos, por no decir miles, de pequeños colectivos, mucho menos visibles que la bruma mediática

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

que los envuelve, están actuando directamente para comprender el problema, atajar la sangría y garantizar la sostenibilidad de estos territorios. Extensas redes institucionales, en general bien trabadas, como es el caso de los [Grupos de Acción Local](#), aúnan sus escasos recursos y esfuerzos con los antedichos grupos que ni están institucionalizados ni lo desean, generando con notable éxito, en general, relevantes sinergias y el caldo de cultivo de las buenas prácticas. Cada día.

Eventos de tradición muy reciente, pero de impacto rápidamente creciente, como [PRESURA](#), están permitiendo visualizar, con una gran riqueza de matices y experiencias, el futuro de la repoblación, ante la sorpresa de muchos agentes convencionales que jamás hubieran imaginado lo que está sucediendo.

En este contexto, que solo es nuevo porque por fin está rompiendo las barreras del localismo y la in-

diferencia que aún encauzan la poderosa corriente despobladora, pero cuyos agentes llevan décadas pugnando por llegar a la conciencia del país, solo falta la mano (ex)tendida de la sociedad para recibir y empujar lo que unos pocos están haciendo por los demás. También para darle una forma que suscite la más amplia simpatía por esta causa, lo cual no es fácil ni está exento de riesgos.

Empezamos 2020 y, por preocupante que parezca la situación de la España rural y despoblada, por desasistidos que se sientan los agentes que en ella actúan, hay que ser optimistas porque las ideas están más claras que nunca, los proyectos más rodados y la masa crítica a punto de alcanzarse aquí o allá, aunque las conciencias sigan adormiladas y la acción política embotada por un adanismo irresponsable que frena lo que ya es, a mi modesto juicio, imparable ::





«Se ha producido un divorcio entre la desaceleración del sector industrial de las economías avanzadas y la disposición a seguir comprando bonos privados, más rentables que los públicos»

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

# Valoraciones de activos

**N**os metemos en 2020 sin visos de que los factores que propiciaron la prolongación de la **orientación excepcionalmente laxa de las políticas monetarias vayan a desaparecer de forma rápida**. «Low for longer»: habrá tipos de interés bajos durante bastante tiempo.

Las previsiones de desaceleración global siguen confirmadas y las tensiones comerciales no acaban de encontrar la estabilización mínima que permita reducir de forma significativa la incertidumbre y reanimar la inversión empresarial. Especialmente en el muy debilitado sector industrial. Las tasas de variación de los precios en las principales economías tampoco justifican por el momento alteraciones significativas en las decisiones de los principales bancos centrales.

Es en este punto en el que el BIS, en su último informe trimestral, vuelve a advertir acerca de la sostenibilidad de las valoraciones de activos financieros en esas condiciones de políticas monetarias excepcionalmente expansivas.

La consecuencia más inmediata para los mercados financieros es la **persistencia de un apetito por el riesgo relativamente elevado**. Apenas a dos semanas para que concluya el año, las valoraciones de algunos mercados de acciones, en especial el de EE.UU., siguen siendo históricamente elevadas, como lo son las de los mercados de bonos públicos de la práctica totalidad de

las economías avanzadas. Como consecuencia de ello, en los últimos meses hemos acudido a una intensificación de la inversión en activos financieros de economías emergentes, en particular bonos públicos, que han contribuido a ese estrechamiento de diferenciales con los soberanos de las avanzadas. Ese desplazamiento hacia activos de mayor riesgo se ha hecho más explícito si cabe en **el ascenso de las valoraciones de bonos privados**.

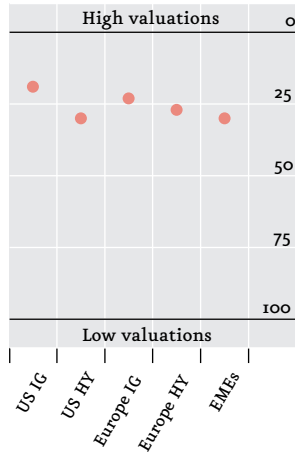
El precio alcanzado por los bonos empresariales llama la atención a la luz de las pobres previsiones de crecimiento económico antes comentadas. El BIS destaca esa sobrevaloración de los bonos corporativos con arreglo a varios indicadores. El primero de ellos es la más simple de las medidas: el diferencial de tasas de rendimiento entre esos bonos y los bonos públicos de vencimiento similar. Al final de este año 2019, los *spreads* en las economías avanzadas fueron inferiores a lo que habían sido durante el 80% del tiempo desde 2010 en el segmento de grado de inversión, como se refleja en el primer panel del gráfico.

Lo que es quizás más relevante de ese gráfico es la **coexistencia de valoraciones elevadas de esos bonos empresariales con el pobre comportamiento de la actividad industrial**. El distanciamiento entre los precios de los bonos y el declive de la actividad manufacturera es destacable, el mayor desde 2013. Ese contraste era evidente en los seg-

## Corporate bonds valuations are high globally

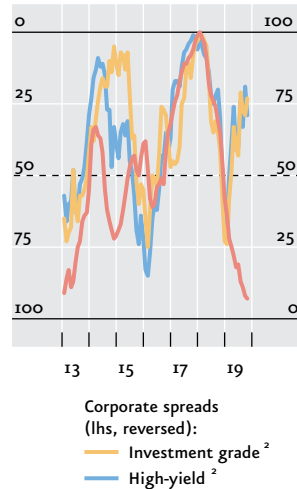
(all variables expressed as percentiles)

Corporate bonds are relatively expensive

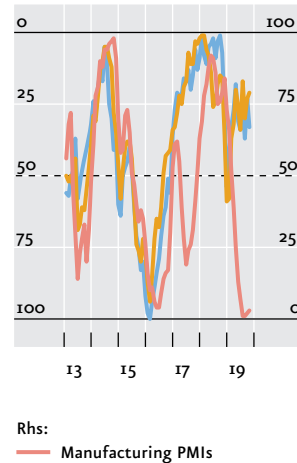


Corporate spreads (reversed):<sup>1,2</sup>  
● Sep-Oct 2019

Rich bond valuations contrast with weak manufacturing activity in the euro area...<sup>1</sup>

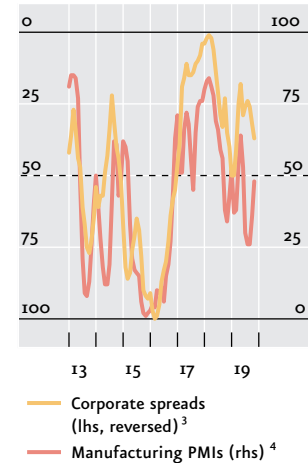


...and in the United States<sup>1</sup>



Rhs:  
— Manufacturing PMIs

In EMEs, bond valuations are more in line with manufacturing activity<sup>1</sup>



— Corporate spreads (lhs, reversed)<sup>3</sup>  
— Manufacturing PMIs (rhs)<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Relative to a distribution of monthly values between 2010 and present. <sup>2</sup> For the United States and Europe, Bank of America Merrill Lynch corporate bond index, option-adjusted spread; for EMEs, JPMorgan Chase CEMBI index, stripped spread. <sup>3</sup> JPMorgan Chase CEMBI, stripped spread. <sup>4</sup> GDP and PPP exchange rates weighted average of BR, CN, IN, MX, RU and TR, three-month moving average.

Sources: IMF, World Economic Outlook; ICE BoAML indices; IHS Markit; JP Morgan Chase; BIS calculations.

mentos de grado de inversión y de alto rendimiento, tanto en la eurozona como en EE.UU., como se aprecia en los paneles segundo y tercero del gráfico. Sin embargo, a los inversores no parece preocuparles demasiado, manteniendo firme la demanda de bonos privados, incluidos los de peor calidad crediticia. De hecho, **las emisiones en el mercado primario en estos últimos meses han superado los promedios de los ocho años anteriores.**

Que las valoraciones de los bonos privados de economías emergentes se presentan más acordes con el contexto macroeconómico apenas palía la paradoja derivada de ese divorcio entre la desaceleración percibida en el sector industrial de las economías avanzadas y la disposición a seguir comprando bonos privados con algo más de rentabilidad que los públicos más seguros. Es razonable que el siempre prudente BIS esté ahora algo inquieto ::



