

 **empresa global**

 **Afi**

200

Febrero 2020

Servicios financieros: dos décadas de transformación inacabada

Innovación en la intermediación

Financiación Autonómica: un reto que precisa consenso

La carrera hacia un futuro cuántico

El manual de referencia para el sector financiero

ESTRATEGIA GLOBAL

Excesos globales

LA FIRMA DE MERCADOS

Mercados y virus

#MUJERESQUETRANSFORMAN

¿Necesitamos una
Banca para Mujeres?

HOMO OECONOMICUS

Laponia X:
la presura

PASEO GLOBAL

Revisionismo
capitalista





Empresa Global

Nº 200 (febrero 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

🐦 @Afi_es

DIRECCIÓN

Silvia Meattini

EDICIÓN

Verónica López Sabater y Ángela Sánchez

COLABORAN EN ESTE NÚMERO

José Manuel Amor, Ángel Berges, Susana Borraz, David Cano, Borja Foncillas, Mónica Guardado, Pablo Guijarro, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Carmen López, Daniel Manzano, Silvia Meattini, Emilio Ontiveros, María del Mar Ruiz 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 Vízcaíno

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

Empresa Global celebra su número 200

Celebramos la publicación de la edición número 200 de la revista Empresa Global. Aprovechamos esta edición para dibujar la evolución y prospección de los principales temas de los que se ha ocupado la revista hasta hoy y los asuntos que están marcando la agenda económica mundial.

La publicación iniciaba su andadura en 2001 con el propósito de acercar a la empresa española el proceso de internacionalización y hoy se ha posicionado como una publicación de referencia en el ámbito editorial, en la que se abordan los retos y las oportunidades de los diferentes sectores económicos, más allá del proceso de internacionalización de estos y de las empresas. Esta evolución ha sido posible gracias a una innovación constante, en la forma, el contenido y las secciones que ha ido incorporando la revista. Y, por supuesto, su calidad, llegada y relevancia descansa en los colaboradores de la publicación y, en particular, en los autores de los artículos y tribunas.

El número 200 de Empresa Global centra su atención en la profunda transformación de los servicios financieros, la gestión del ahorro y la financiación empresarial, en los retos de la financiación autonómica y en la revolución que supone la Inteligencia Artificial, como temas principales.

Las firmas de referencia de esta publicación participan también en el examen y la prospección de los grandes temas del momento. Emilio Ontiveros presenta la necesidad de revisar aspectos esenciales del sistema capitalista, mientras que Mauro F. Guillén propone medidas para mitigar los efectos negativos de la nueva ola de proteccionismo y populismo global. José Antonio Herce presenta la iniciativa PRESURA, la feria para la repoblación de la España rural, Mónica Guardado examina la necesidad de una banca más orientada a la mujer y José Manuel Amor ahonda en los efectos que está provocando en los mercados el coronavirus.

Además, para celebrar estos casi 20 años hemos introducido una nueva sección: «Qué leemos». En este nuevo apartado diversos autores, que destacan por su pasión por la lectura, reseñarán publicaciones, libros e informes para acercarlos al lector y despertar su curiosidad. Para inaugurarla, incluimos una reseña muy especial para Afi, sobre la publicación de la 8ª edición de la Guía del Sistema Financiero Español, manual de referencia para el sector que está editado por Afi y patrocinado por Funcas.

Con esta amplia edición buscamos homenajear a nuestros lectores y a los autores de la revista, que han continuado creciendo a lo largo de estos años. Desde la autocrítica y el afán de mejora, seguiremos apostando por el rigor, la excelencia técnica y la anticipación como los principales hilos conductores de los artículos y tribunas ::

TEMA DE PORTADA

Servicios financieros: dos décadas de transformación inacabada

La industria de servicios financieros en España ha registrado intensas transformaciones en las dos décadas transcurridas del presente siglo, adecuándose a un entorno extraordinariamente complejo. Pág. 3



PERSPECTIVAS

Innovación en la intermediación

Repasamos la transformación de los mecanismos de transmisión del ahorro y en la materialización del mismo. El ahorrador se está convirtiendo en inversor mediante la mayor asunción de riesgo de mercado, de crédito y de liquidez. Pág. 6



ESCUELA

Financiación autonómica: un reto que precisa consenso

La necesidad de reformar el Sistema de Financiación autonómica ha vuelto a ponerse de manifiesto con el objetivo de corregir las desigualdades de financiación. Pág. 8



TECNOLOGÍA

La carrera hacia un futuro cuántico

La computación cuántica abre el camino a la posibilidad de ejecutar cálculos masivos y en paralelo con una potencia a la que la computación clásica nunca llegaría, especialmente valiosa para problemas de optimización y simulación. Pág. 10



QUÉ LEEMOS

El manual de referencia para el sector financiero

Afi Escuela de Finanzas acaba de publicar la 8ª edición de la Guía del Sistema Financiero Español. Dada la complejidad creciente del mundo de las finanzas, el texto se posiciona desde hace décadas como referencia para profesionales y estudiantes. Pág. 12



PUERTAS ABIERTAS

Cambiar para seguir creciendo

Presentamos el cierre del ciclo de conferencias de Afi Escuela de Finanzas protagonizadas por nuestros antiguos alumnos, hoy en posiciones relevantes del mundo empresarial. Destacamos el evento organizado en el marco de las actividades de divulgación del Foro Académico de Finanzas Sostenibles. Pág. 13



ESTRATEGIA GLOBAL
Excesos globales
MAURO GUILLÉN
Pág. 15



MERCADOS FINANCIEROS
Mercados y virus
JOSÉ MANUEL AMOR
Pág. 16



#MUJERES QUE TRANSFORMAN
¿Necesitamos una Banca para Mujeres?
MÓNICA GUARDADO
Pág. 18



HOMO OECONOMICUS
Laponia X: la presura
JOSÉ ANTONIO HERCE
Pág. 19



PASEO GLOBAL
Revisionismo capitalista
EMILIO ONTIVEROS
Pág. 21



Servicios financieros: dos décadas de transformación inacabada

La industria de servicios financieros en España ha registrado intensas transformaciones en las dos décadas transcurridas del presente siglo, adecuándose a un entorno extraordinariamente complejo que ha tenido que digerir las implicaciones de la crisis y las respuestas a la misma en el marco de una serie de cambios estructurales más profundos (tecnológicos, competitivos, y de preferencias de los usuarios de servicios financieros) que obligan a un permanente replanteamiento de los modelos de negocio, de forma integrada entre los diferentes subsectores de la industria de servicios financieros. La relevancia adquirida por el desarrollo de la actividad «bancaseguros» es una de las manifestaciones. Dicha actividad no sólo tiene un peso específico en las cuentas de resultados de la banca española, sino que tiene un potencial nada desdeñable dado el bajo peso relativo del ahorro previsional en la estructura del ahorro de las familias en contraste con otros países de nuestro entorno. Cierto es, no obstante, que el entorno prolongado de bajos tipos es un factor limitativo de su despegue.

Ángel Berges | Socio fundador y vicepresidente de Afi

Daniel Manzano | Socio de Afi

Aunque la manifestación de la crisis financiera ha sido mucho más intensa en sector bancario que en otro tipo de servicios financieros (seguros, o instituciones de inversión colectiva), las actuaciones llevadas a cabo en respuesta a la crisis, tanto por las autoridades como por las propias entidades, se han traducido en una creciente interrelación y simbiosis entre los diferentes tipos de intermediarios financieros (bancos, aseguradoras y gestoras de inversión colectiva).

El sistema bancario, sin duda el más afectado por la crisis, ha registrado una transformación sin precedentes en las dos últimas décadas, con un importan-

te proceso de consolidación y concentración empresarial y la práctica desaparición total de un tipo de entidades, **las cajas de ahorros, que antes de la crisis representaban casi el 50% del sistema.**

Aparte de esa reducción en el censo empresarial bancario y del incremento en la concentración del mismo, otro efecto muy directamente relacionado con la crisis ha sido el incremento de la simbiosis entre el sistema bancario y los otros dos grandes subsectores del sistema financiero, como son el de seguros y la gestión de activos mediante la inversión colectiva.

El nexos entre ambos tipos de entidades ha venido marcado en gran medida por las tendencias en la ma-

terialización del ahorro financiero de los grandes sectores institucionales y muy especialmente los hogares. Dicha materialización se ha visto inducida tanto por factores exógenos –fiscalidad, evolución de los tipos de interés, comportamiento de los mercados financieros-, como por la propia dinámica competitiva de las entidades, sobre todo bancarias, en el marco de su gestión de la liquidez.

En este sentido, la primera década del presente siglo, en la que se gestó la crisis que explotaría entre 2010 y 2012 (con más de dos años de retraso frente a los principales países occidentales) se caracterizó por una muy intensa expansión del crédito en nuestro país, especialmente el asociado a la promoción y financiación de viviendas. Las importantes necesidades de liquidez para financiar esa expansión crediticia provocaron una masiva apelación a los mercados internacionales, ante la insuficiencia del ahorro interno. Y sobre éste, la fuerte competencia entre los bancos para cubrir sus necesidades de liquidez, ejerció una clara influencia, fundamentalmente a través de elevada remuneración de los depósitos,

que ganaron cuota de mercado en cuanto a materialización del ahorro de los hogares. Es así como los depósitos bancarios, que iniciaban el siglo XXI con un peso del 39% sobre los activos financieros de los hogares, alcanzaban el 47% en el punto álgido de necesidades financieras de los bancos, cuando el acceso a los mercados se les hizo extraordinariamente difícil entre 2010 y 2012.

La situación ha cambiado sustancialmente tras la crisis, **siendo muy determinante al respecto las actuaciones del Banco Central Europeo**, con su política monetaria extraordinariamente expansiva, tanto en cantidad de liquidez suministrada (prácticamente ilimitada), como en tipos de interés aplicada a la misma (cero, o incluso negativo aplicado las reservas bancarias en el BCE).

En dicho contexto de fácil acceso a una financiación abundante, barata y a largo plazo con el BCE, los bancos reducen fuertemente (hasta cero, o incluso negativo) la remuneración a los depósitos, que pierden peso sobre el ahorro de los hogares llegando a niveles del 39% en 2018, es decir deshaciendo

ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS ESTRUCTURA DEL AHORRO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS (% SOBRE TOTAL)

Activos Financieros	1985	1990	1995	2000	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
																		1ºtrim	2ºtrim
I. DEPÓSITOS Y EFECTIVO	63,0	61,0	51,3	38,8	36,3	37,4	45,7	46,0	46,5	46,0	45,4	43,0	41,0	39,3	39,3	38,2	39,9	39,3	39,0
Efectivo	5,9	7,0	7,0	5,1	5,1	4,9	5,6	5,7	5,5	5,4	5,2	4,5	4,0	3,7	3,3	2,9	2,6	2,4	2,3
Depósitos transferibles	7,2	8,9	5,6	5,7	16,6	14,3	15,4	17,2	16,9	16,7	16,4	16,5	17,6	20,1	23,4	25,8	29,1	29,0	29,4
Otros depósitos	49,9	45,1	38,8	28,1	14,5	18,3	24,7	23,1	24,1	23,9	23,9	22,0	19,3	15,5	12,6	9,5	8,3	7,9	7,3
II. INSTITUC. INV. COLECTIVA	0,3	1,6	10,2	13,9	12,8	10,6	8,6	8,4	7,2	6,6	6,3	9,0	10,9	12,3	12,9	14,1	13,9	14,2	13,9
Fondos de Inversión	0,3	1,6	10,2	13,9	12,3	10,1	8,2	7,5	6,3	5,8	5,5	6,2	7,7	8,4	8,9	9,7	9,7	9,7	9,5
IIC extranjeras/SICAV (1)					0,4	0,5	0,4	0,9	0,9	0,8	0,8	2,8	3,1	3,9	4,0	4,4	4,2	4,4	4,4
III. FONDOS DE PENSIONES	0,3	3,1	3,5	5,0	5,2	5,1	5,2	5,3	5,3	5,1	5,1	5,1	5,3	5,3	5,3	5,3	5,1	5,2	5,1
Externos		0,9	2,1	3,7	4,6	4,5	4,5	4,8	4,7	4,6	4,6	4,6	4,8	4,8	4,9	4,9	4,8	4,9	4,8
Internos	0,3	2,2	1,4	1,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
IV. INVERSIÓN DIRECTA	23,7	21,5	22,8	29,9	33,4	35,2	28,0	27,8	28,2	29,6	30,4	30,7	30,0	30,6	29,7	29,5	27,5	27,7	27,8
Renta Fija	8,1	7,4	3,7	2,5	2,2	2,7	2,3	2,4	2,8	4,7	3,6	2,8	1,7	1,5	1,1	0,8	0,7	0,8	0,9
Corto plazo	1,5	4,4	1,2	0,1	0,1	0,4	0,4	0,2	0,1	0,7	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo plazo / Préstamos	6,6	3,0	2,5	2,4	2,1	2,3	1,8	2,3	2,7	4,0	3,0	2,7	1,6	1,5	1,1	0,8	0,7	0,8	0,9
Otras participaciones	1,4	0,4	3,0	6,1	8,3	10,0	9,9	10,9	12,8	12,8	14,6	12,5	12,8	13,4	13,6	12,6	12,3	12,2	12,1
Renta Variable	14,2	13,7	16,2	21,3	22,9	22,5	15,9	14,4	12,6	12,1	12,2	15,4	15,5	15,7	15,0	16,2	14,5	14,7	14,9
Cotizada	-	-	4,7	10,5	6,9	7,2	4,7	5,9	4,6	4,5	5,5	7,2	6,9	5,6	5,8	6,2	5,2	5,3	5,0
No cotizada	-	-	11,5	10,8	15,9	15,4	11,1	8,6	7,9	7,6	6,7	8,2	8,5	10,1	9,2	10,0	9,4	9,4	9,9
V. SEGUROS/Ent.Prev.Social	1,7	4,2	6,6	9,7	9,3	8,5	9,7	10,0	9,9	9,8	9,9	10,0	10,7	10,4	10,6	10,6	10,9	11,2	11,2
Reservas vida	0,5	2,2	4,8	6,3	5,3	4,8	5,8	6,1	6,1	6,4	6,6	6,8	7,5	7,4	7,8	7,7	8,0	8,2	8,4
Seguros colectivos pensiones			0,1	0,9	1,8	1,6	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
EPSV			0,6	0,6	0,5	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Otras reservas	1,1	2,0	1,1	1,9	1,6	1,6	1,3	1,3	1,3	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
VI. CRÉDITOS	8,5	6,2	3,1	1,8	1,7	1,4	1,1	0,8	1,1	0,9	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
OTROS	2,5	2,4	2,5	0,8	1,4	1,8	1,7	1,7	1,9	2,1	1,9	1,5	1,6	1,5	1,5	1,7	2,1	1,9	2,4
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: INVERCO con datos Banco de España.

(1) IIC: desde 2013 incluye SICAV domésticas e IIC extranjeras de los hogares españoles. Antes de 2013 solo SICAV. No incluye inversores personas jurídicas.

completamente la acumulación registrada en los años previos a la crisis, y devolviéndonos a la situación de inicio del siglo.

El contrapunto a esa evolución cíclica de los depósitos bancarios ha sido la de los productos de ahorro materializados en fondos de inversión o productos de seguro, sobre todo en su rama de ahorro/vida. Ambos tipos de productos han recuperado un extraordinario protagonismo en los últimos años, y atractivo inversor para los hogares en un contexto de nula (o negativa) retribución a los depósitos).

Pero no sólo han sido atractivos para los inversores, sino que las propias entidades bancarias han descubierto que la comercialización de dicho tipo de productos se erige en una importante fuente de rentabilidad por comisiones, al tiempo que permite ofrecer a los clientes una oferta mucho más integrada y apropiada a sus perfiles de riesgo y rentabilidad esperada.

Es singularmente relevante en este sentido la aportación del negocio asegurador a las cuentas de la banca. Téngase en cuenta que **las compañías aseguradoras que operan en España vinculadas a grupos bancarios acaparan actualmente en torno al 50% de la actividad** y de los resultados que genera el negocio asegurador en nuestro país. De hecho, en el ramo de vida concentran incluso el 65%-75%. La mayor conexión con la actividad puramente financiera del segmento vida-ahorro, junto a la gran capilaridad de la red bancaria española, que se configura como el canal mayoritario de distribución de este tipo de seguros, explican esta fuerte presencia de la banca.

Resultado de esa simbiosis es que, considerando exclusivamente el negocio doméstico, la contribución directa del sector seguros a la banca (por el resultado de sus participaciones aseguradoras) puede estimarse cercano al 25%. Más aún, dicho porcentaje

constituiría un suelo en términos efectivos, puesto que ha de tenerse en cuenta, adicionalmente, el margen asociado a los ingresos que proporciona la distribución comercial de los seguros que se realiza desde la propia red bancaria. En consecuencia, globalmente (contribución directa e indirecta) cabe estimar que nada menos que en torno a un tercio de los resultados de la banca por su actividad doméstica es atribuible a su negocio asegurador.

Si se tiene en cuenta que el ROE medio de la actividad aseguradora de la banca se sitúa en el rango 15%-20%, parece claro que la profundización en esa apuesta por desarrollar adicionalmente la actividad de «bancaseguros» es pertinente. Tanto más dada la baja penetración del ramo de vida en nuestro país, principalmente del negocio de vida-ahorro, que tiene sus raíces en factores idiosincráticos bien conocidos: peso en la estructura del ahorro de las familias de la inversión inmobiliaria, junto a una elevada tasa de sustitución de las pensiones públicas que no incentiva precisamente el ahorro previsional. Por supuesto, un factor retardatario adicional del despegue potencial, común en este caso con otros países, es el vigente escenario de prolongados bajos tipos de interés.

Dados los mencionados factores estructurales **no es previsible que a corto plazo tenga lugar un estrechamiento de esa brecha del ahorro financiero previsional frente a los países de nuestro entorno que se viene manteniendo de forma estable en el pasado.**

Sin embargo, en el medio plazo, el contexto venidero de incapacidad del sistema público de pensiones para dar respuesta suficiente al déficit de ahorro previsional que el marco demográfico (bajas tasas de natalidad y longevidad creciente) acabará imponiendo previsiblemente un marco homologable a países más experimentados que propiciará, entre otros, el desarrollo de ese segmento de vida-ahorro ::

Innovación en la intermediación



[Wavebreak Media] / Getty Images.

Repasamos la transformación de los mecanismos de transmisión del ahorro y en la materialización del mismo. El ahorrador se está convirtiendo en inversor mediante la mayor asunción de riesgo de mercado, de crédito y de liquidez. Los fondos de inversión son la mejor vía para permitir el acceso (democratizar) a una gestión de ahorro profesional y diversificado.

David Cano @david_cano_m | Socio director de Afi Inversiones Globales, SGIC
 Pablo Guijarro | Socio del área de Corporate Finance de Afi

Una de las principales transformaciones a lo largo de estos 200 números de Empresa Global se ha producido en los mecanismos de transmisión del ahorro hacia la financiación. Un proceso que no está, ni mucho menos, concluido y que en el Área euro implica acercarnos al modelo vigente en EE.UU. Los anteriores problemas de solvencia del principal intermediario financiero, las entidades crediticias, la reacción regulatoria (mucho más exigente con ellas), una política monetaria extraordinariamente laxa y, también aquí, el desarrollo de tecnologías disruptivas, son las

principales claves que explican la pérdida de importancia relativa de los bancos y el aumento en paralelo de los mercados de capitales en la nueva arquitectura financiera.

De forma simplificada, hace una década lo más habitual era que un ahorrador acudiera a su entidad financiera a contratar un depósito, que se remuneraba a un tipo de interés incluso superior a la inflación. Ahora, debido a la acción del BCE (tipos al 0% y negativos en la facilidad marginal de depósito) y a la ingente liquidez inyectada al mercado interbancario,

el tipo que obtiene es nulo. Todo ello con una tasa de inflación que, si bien es inferior a la que se registraba antes de la gran crisis financiera global, es positiva (del orden del 1,0% - 1,5%). En consecuencia, si quiere mantener su poder adquisitivo, debe transformar su perfil de riesgo: «de ahorrador a inversor». Es decir, debe optar por incrementar (o iniciar) sus posiciones en renta variable e incorporar riesgo de crédito en su cartera de renta fija. Y he aquí que el lugar en el que puede encontrar ese tipo de activos es en el mercado de capitales. Opta así por sustituir un depósito bancario por acudir al mercado de Renta Variable o al de Renta Fija.

En este mercado de capitales el ahorrador (insistimos, convertido en inversor) se va a encontrar con la empresa (o el organismo público) que antes también acudía a la entidad crediticia (en su caso, a solicitar un préstamo). **Queda claro cómo la entidad crediticia pierde protagonismo en la intermediación, que ahora se realiza directamente en el mercado de capitales.**

Son abundantes las experiencias con las que ya contamos en nuestro país, en el que un elevado número de empresas se financian de forma recurrente mediante la emisión de pagarés o de bonos. En muchos casos por cantidades relativamente pequeñas (5, 10 o 30 millones de euros) para las que ha sido clave el desarrollo de mercados «alternativos» como el Marf (renta fija) o el MaB (renta variable). Porque, aunque de manera menos frecuente, varias compañías han optado también por la Bolsa como mecanismo para cubrir el aumento de sus necesidades financieras (en este caso, de fondos propios). Queda claro, por tanto, cómo desde el lado de la demanda de fondos, también los mercados de capitales están aumentando su protagonismo.

Desde el lado de la oferta, la transformación ha sido doble. Como decíamos antes, el ahorrador se está convirtiendo en inversor mediante la mayor asunción de riesgo de mercado, de crédito y de liquidez. Pero no necesariamente a través de la compra directa de activos de renta fija y variable en el mercado, sino que, de forma acertada, lo está haciendo mediante la compra de participaciones de vehículos, en especial, instituciones de inversión colectiva (fondos de inversión y ETF) y fondos de pensiones, en el caso de activos cotizados, y fondos de capital riesgo (por ejemplo) en el caso de no cotizados. La vehiculización de esta financiarización de la economía tiene indudables ventajas, en especial para inversores que cuentan con menor cantidad para invertir. Los fondos de inver-

sión son la mejor vía para permitir el acceso (para democratizar) a una gestión de ahorro profesional y diversificado. Porque la «diversificación» también ha ganado protagonismo durante estos 200 números de Empresa Global. Ahora es habitual que una cartera de activos financieros, con independencia de su tamaño (y gracias a los vehículos antes comentados), tenga exposición a bonos emitidos por tesoros diferentes al español. Incluso también a los de otros países del Área euro. Ahora se cuenta con inversión en deuda pública de EE.UU. o de países emergentes, bien sea en dólares o en moneda local. Es posible encontrar un porcentaje nada desdeñable de emisiones de renta fija privada (aquellas que antes comentábamos) de compañías de peor calidad crediticia (las denominadas *high yield*). Pero también se han producido cambios en la exposición de renta variable. Y ya no solo en un aumento de su importancia relativa o en la sustitución de tenencias directas por fondos de inversión, sino que éstos invierten en mercados de otros países (entre ellos, emergentes). Y, además, se está imponiendo un enfoque que excede el geográfico, ya que van ganando protagonismo las denominadas temáticas, como el cambio climático, la longevidad, la ciberseguridad, la inteligencia artificial, etc.

En este breve repaso a la transformación de los mecanismos de transmisión del ahorro y en la materialización del mismo, se debe insistir no solo en los cambios en la arquitectura (la aparición de mercados) sino en la **aparición de nuevos agentes** (asesor registrado o la Empresa de Asesoramiento Financiero, EAF) y el aumento del censo de otras figuras más tradicionales como las agencias de calificación crediticia. Es especialmente relevante el caso de los gestores de los vehículos de inversión. El número de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) apenas ha variado, pero sí lo ha hecho la relación entre las que eran filiales de una entidad financiera y las que no lo son. Hemos asistido a un importante aumento del SGIIC independientes, caracterizadas como boutiques de gestión que aprovechan su nicho de conocimiento y de relación con el cliente. Mientras, y a escala internacional, se producen procesos de concentración que generan la constitución de grandes grupos de gestión. Dos extremos en la industria de gestión de activos. En conclusión, durante los últimos 200 números de Empresa Global hemos sido testigos de un elevado número de transformaciones en la intermediación del ahorro en un proceso que, como ya hemos señalado no está, ni de lejos, concluido ::

Financiación autonómica: un reto que precisa consenso



La necesidad de reformar el Sistema de Financiación autonómica ha vuelto a ponerse de manifiesto con el objetivo de corregir las desigualdades de financiación. Para ello, es necesario que se alcance un acuerdo entre el Estado y las Comunidades Autónomas que parece complejo en un momento de incertidumbre sobre el crecimiento económico y el cumplimiento de los objetivos de estabilidad.

Susana Borraz | Consultora del área de Finanzas Públicas de Afi
Carmen López @_Carmen_LH_ | Consultora del área de Finanzas Públicas de Afi

El debate sobre la **necesidad de reforma** del actual Sistema de Financiación autonómica (en adelante SFA), parecía haberse desactivado pese al avance que supuso la publicación en julio de 2017 del Informe de la Comisión de Expertos para su revisión. Las razones que explican este aplazamiento en los últimos ejercicios han sido, fundamentalmente, prácticas. Entre ellas destacan:

- La evolución positiva del sistema de financiación actual, que ha logrado revertir el impacto negativo de los años de contracción económica, mejorando

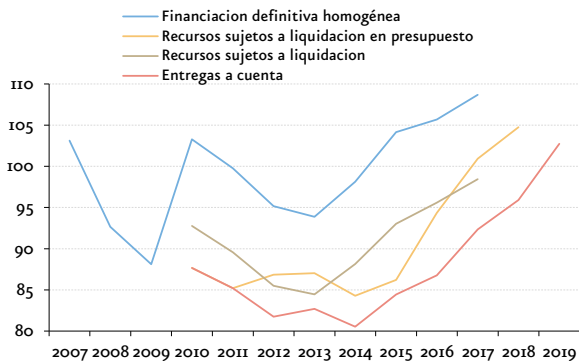
significativamente el nivel de recursos en todas las comunidades autónomas.

- La percepción de un **consenso difícil** en el que muchas Comunidades Autónomas, principalmente las más afectadas por crecimientos demográficos limitados o negativos, podrían ver perjudicada su posición relativa frente al resto, de no incorporarse recursos adicionales al sistema.

- El consenso autonómico se concretaba en la apreciación de un **desequilibrio vertical** Estado – Comunidades Autónomas, opinión no compartida por

éste y que, además, se enfrenta a un complejo acuerdo dadas las necesidades financieras del Estado para resolver el desequilibrio estructural de la Seguridad Social.

Evolución de los recursos del Sistema de Financiación: definitiva, impacto presupuestario y recursos sujetos a liquidación¹ (miles de millones de euros)



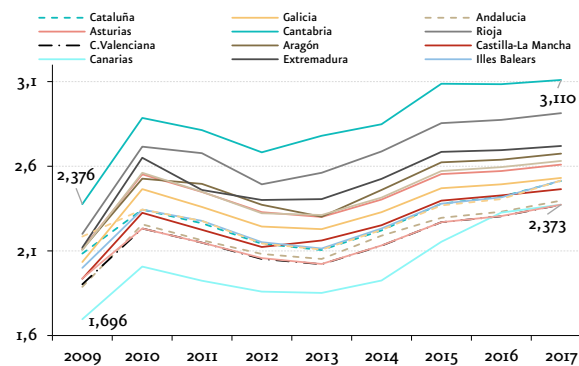
Fuente: Afi.

¹ Los datos recientemente comunicados sobre entregas a cuenta para 2020 son provisionales y están pendientes de actualización ligada a la aprobación de los PGE 2020.

Sin embargo, el buen comportamiento de los recursos del SFA ha sido una oportunidad perdida para iniciar el proceso negociador, especialmente contando con el consenso alcanzado por parte de los expertos en financiación autonómica. La complejidad del actual sistema, la necesidad de unos **criterios más claros de reparto de recursos**, la nivelación para corregir las desigualdades de financiación y, desde luego, el déficit de autonomía en el ingreso, son los elementos clave que se identificaron en la Comisión de expertos para definir el nuevo modelo. En todo caso, es eviden-

te que siguen existiendo discrepancias entre las Comunidades Autónomas en torno al alcance final de la nivelación, aplazada finalmente a la decisión política la forma de medir las necesidades de gasto, esto es, las variables que deben configurar la población ajustada, y la aplicación del principio de ordinalidad.

Evolución de la financiación por población ajustada durante la vigencia del sistema por comunidad autónoma (euros)



Fuente: Afi.

El Gobierno ya se ha pronunciado favorablemente sobre la **prioridad** que va a asignar a la negociación de la reforma del SFA. No obstante, el momento actual es de mayor incertidumbre sobre el crecimiento económico y el cumplimiento de los objetivos de estabilidad, lo que otorga menos margen para la cesión de recursos por parte de la Administración Central. En este sentido, parece difícil que pueda desligarse de la suficiencia del nuevo sistema y de la generación de más recursos globales para el SFA la adopción de nuevas medidas fiscales ::

La carrera hacia un futuro cuántico



La computación cuántica abre el camino a la posibilidad de ejecutar cálculos masivos y en paralelo con una potencia a la que la computación clásica nunca llegaría, especialmente valiosa para problemas de optimización y simulación, íntimamente ligados al ámbito de las finanzas cuantitativas.

Borja Focillas @borja_focillas | Consejero delegado de Afi y socio director del área de Soluciones Digitales
María del Mar Ruiz | Consultora del área de Soluciones Digitales de Afi

Siendo realistas, explicar la base de la computación cuántica en un artículo de esta extensión está más allá de las capacidades de los autores del artículo. Baste indicar que un cúbit (qubit en inglés), es la unidad mínima de información sobre la que trabaja un computador cuántico, y que las propiedades de superposición y entrelazamiento permiten que, dada una cantidad n de cubits, se puedan evaluar de forma simultánea 2^n «posibilidades». Puesto en números, de forma ilustrativa y grosera, una computadora cuántica de 53 cubits (como la empleada por Google en su artículo publicado en Nature el pasado mes de octubre)

sería «equivalente» a una computadora clásica empleando 2^{53} bits (9.007.199.254.740.990 bits).

Sea como fuere, y matices y detalles cuánticos aparte, la **computación cuántica abre el camino a la posibilidad de ejecutar cálculos masivos y en paralelo con una potencia a la que la computación clásica y la ley de Moore nunca llegarían.** La capacidad de evaluar simultáneamente todas las posibles combinaciones de los cubits de la computadora es especialmente valiosa para problemas de optimización y simulación, problemas íntimamente ligados al ámbito de las finanzas cuantitativas.

Hasta el momento, todo intento de desarrollar computadores cuánticos se ha movido en el plano de lo experimental, siendo su exponente más destacado el ejercicio realizado por Google, comentado anteriormente, en el que se consiguió crear una red de 53 cubits entrelazados en una red bidimensional, contenida en procesador cuántico al que llamaron «Sycamore». La novedad en este caso es el hecho de que, por primera vez, un equipo de investigadores afirma que ha puesto en la práctica una demostración de la conocida como «supremacía cuántica», en la que un ordenador cuántico es capaz de resolver un problema irresoluble con computación clásica. Según Google los 200 segundos de procesamiento que fueron necesarios para resolver el problema, habrían requerido 10.000 años en el mejor superordenador clásico existente en la actualidad. Sin embargo, su principal competidor, IBM, [publicó de forma casi consecutiva un artículo](#) explicando que el benchmark utilizado por Google para realizar la comparativa entre su procesador y uno clásico es muy ineficiente, y redujeron la expectativa de 10.000 años a 2,5 días «con mucha mayor fidelidad [que la lograda por Google]». En todo caso, parece que ambos competidores están de acuerdo en tres puntos importantes: 1) que el avance tecnológico publicado por Google «es impresionante», 2) que la expectativa de crecimiento exponencial de la capacidad de cómputo de esta tecnología es realista y 3) que el campo de la computación cuántica se encuentra en un momento de continuo empuje hacia adelante.

La construcción real de un ordenador cuántico presenta notables dificultades por la naturaleza de los cubits, que son hipersensibles a cualquier tipo de interferencia. Para garantizar esta independencia de interferencias, se está tratando de blindarlos electromagnéticamente y mantenerlos en temperaturas de casi cero absoluto. Actualmente son pocos los que han conseguido construir computadores cuánticos en entornos de laboratorio. Además de los anteriormente mencionados, Alibaba y Microsoft declaran haber construido ordenadores de laboratorio, aunque siempre de capacidad reducida (un máximo de 72 cubits). La incapacidad de construir ordenadores reales de mayor tamaño queda determinada por limitaciones físicas: al aumentar el número de cubits es más fácil que el exterior interfiera en su estado y no se pueda

alcanzar el estado de superposición. Para paliar estos problemas se están tratando de utilizar algoritmos de corrección de errores que subsanen estos efectos. Sin embargo, la aplicación de estos métodos supone un tiempo adicional de cómputo, que minimiza notablemente las ventajas del uso de estos métodos frente a la computación tradicional.

De forma añadida a las dificultades técnicas, la creación de algoritmos cuánticos difiere mucho de la creación de algoritmos tradicionales. Por hacer un símil simplificado, un algoritmo cuántico ha de prepararse para evaluar de forma simultánea una cantidad ingente de posibilidades, mientras que los algoritmos clásicos se basan en la ejecución ordenada (y repetida de un conjunto de instrucciones). Las puertas lógicas empleadas en computación cuántica son muy diferentes de las puertas lógicas clásicas y el nivel de capacitación (y de inteligencia) requerido para trabajar en este ámbito es claramente superior. **Muy pocos programadores clásicos serían capaces hoy de trabajar en programación cuántica.** Para paliar esta carencia, grandes jugadores, como Microsoft, ya han puesto a disposición de posibles creadores de software versiones simuladas de ordenadores cuánticos, sobre las que probar nuevos modelos y algoritmos de programación.

Es muy difícil predecir cuándo dispondremos de los primeros ordenadores cuánticos reales (aún hay parte de la comunidad científica que duda de que en algún momento se alcance la anteriormente descrita «supremacía cuántica»). En todo caso, llegado ese momento, y disponiendo de algoritmia cuántica equivalente a la actual, el escenario financiero cambiaría radicalmente. Disponer de esta tecnología por parte de una parte minoritaria de la industria, les daría una ventaja descomunal con respecto al resto de la industria: sería como si hoy en día unos pocos jugadores pudieran simular y valorar empleando ordenadores, mientras el resto de jugadores estuvieran haciendo cálculos con el ábaco. Este problema, en todo caso, sería menor, porque la ventaja se produciría en todos los órdenes, incluyendo los de seguridad y criptografía. Por eso, en la computación cuántica no sólo está en juego la mejora de la capacidad de cómputo, sino un profundo desequilibrio de las fuerzas y poderes actualmente existentes ::



El manual de referencia para el sector financiero

GUÍA DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

Afi Escuela de Finanzas, FUNCAS, 2019

Afi, con el patrocinio de Funcas, ha presentado la 8ª edición de la Guía del Sistema Financiero Español que cumple 25 años desde su primera publicación en 1994.

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

Afi Escuela de Finanzas acaba de publicar la **8ª edición** de la Guía del Sistema Financiero Español. Dada la complejidad creciente del mundo de las finanzas, el texto se posiciona desde hace décadas como referencia para profesionales y estudiantes, sirviendo como instrumento de apoyo y consulta a los primeros y como manual de estudio a los segundos.

La Guía cuenta con el patrocinio de Funcas y ha sido elaborada bajo la dirección de los doctores **Daniel Manzano y Francisco J. Valero**, que aportan su especialización desarrollada a lo largo de sus más de treinta años de experiencia en el ámbito del asesoramiento económico y financiero para entidades financieras, empresas y administraciones públicas. Junto a ellos, los autores de los diferentes capítulos forman parte del equipo de profesionales de Afi y atesoran una amplia experiencia y un profundo conocimiento del sector, así como con la capacidad de analizar y contrastar las distintas etapas sucedidas en un periodo de más de treinta años.

El objetivo de esta Guía es hacer accesible el conocimiento del sistema financiero y repasar la evolución de la economía y las finanzas en nuestro país, todo ello enmarcado en el contexto internacional y europeo. Así, recoge las peculiaridades y transformaciones de las instituciones financieras públicas y privadas españolas y la modernización de la economía española de la mano de su integración internacional. En este análisis pormenorizado se identifican dos grandes momentos: la adhesión de España a las instituciones europeas, incluida su participación en la Unión Monetaria, y la triple crisis de 2008 (deuda pública, bancaria y una profunda recesión), con su devastador efecto en el sistema bancario.



Acto de presentación de la Guía del Sistema Financiero Español.

Las principales novedades que aporta esta edición con respecto a la 7ª (publicada en 2015), además de las actualizaciones de los temas que se abordan, versan principalmente sobre los grandes cambios que está experimentando el sector financiero como consecuencia de las nuevas disrupciones tecnológicas y de los efectos aun latentes de la crisis. Por ello, se centra en las características de la transformación digital y su aplicación en los diversos sectores económicos y financieros, en las modificaciones en la instrumentación de la política económica y monetaria, con el consecuente análisis de las políticas monetarias ultraexpansivas, en el surgimiento de un proceso de consolidación de entidades, en el auge de nuevos competidores o el cambio en los modelos y estructuras de negocio, sin olvidar la presión de una regulación cada vez más intensa. Además, presta atención a las alteraciones tanto en los principales mercados (monetario, divisas, renta fija, renta variable...) como en las diferentes tipologías de entidades (banca, seguros, instituciones de inversión) y, por supuesto, a la innovación financiera.

La Guía está disponible para su adquisición online en guiadelsistemafinanciero.es ::

Cambiar para seguir creciendo



Presentamos el cierre del ciclo de conferencias de Afi Escuela de Finanzas protagonizadas por nuestros antiguos alumnos, hoy en posiciones relevantes del mundo empresarial. Destacamos el evento organizado en el marco de las actividades de divulgación del Foro Académico de Finanzas Sostenibles.

Silvia Meiattini @meiattini | Responsable de Comunicación de Afi

Entre las últimas actividades desarrolladas en nuestras instalaciones, destacamos este mes la clausura del ciclo de conferencias puestas en marcha en el marco de las actividades de Afi Escuela con motivo de su 25 aniversario.

El ciclo tuvo carácter mensual, contado a lo largo de todo el año 2019 con cerca de 1.000 asistentes. Los ponentes, antiguos alumnos de la Escuela, hoy personalidades de reconocido prestigio en sus respectivos ámbitos profesionales, han compartido su valiosa experiencia, así como su análisis técnico del tema del que son hoy máximos expertos, abordando asuntos de actualidad e interés, tales como Big Data, la innovación tecnológica, la regulación de los mercados o el futuro del sector financiero.

Mónica Guardado, socia de Afi y directora de Afi Escuela de Finanzas, ha sido la encargada de cerrar el ciclo con la ponencia **«El talento como motor de la economía»**.

«En el fortalecimiento del capital humano en la formación y en el desarrollo de las habilidades personales y profesionales radica uno de los componentes más importantes del crecimiento de las empresas y de la sociedad. Orgullosos de contribuir a este avance, con este ciclo hemos querido celebrar el éxito de estos 25 años de Afi Escuela de Finanzas como institución educativa de referencia en los ámbitos de la economía, las finanzas y la tecnología, de la mano de unos alumni excepcionales, muestra del talento que cada año llena nuestras aulas», fueron sus palabras al abrir el acto.

¿Los robots nos van a robar el trabajo? ¿Cómo van a afectar la revolución digital y la globalización? ¿Qué supone hacer frente a los cambios demográficos a los que estamos asistiendo? Esta y muchas otras cuestiones tan cruciales para todo trabajador planteó Guardado, que desglosó datos del INE, OCDE, ILO y Eurostat entre muchas otras fuentes, para poner en evidencia que, en los próximos 20 años y con motivo de la digitalización, el 32% de los empleos desaparecerán tal y como los conocemos hoy en día, y el 14% cambiarán.

En sus palabras, «el 60% de las ocupaciones actuales comprenden un 30% de tareas capaces de ser automatizadas. Pero no todos los empleos sufrirán los mismos cambios. Se valorarán más las *soft skills* y asistiremos a un



Emilio Ontiveros y Mónica Guardado durante la última jornada del Ciclo del 25 aniversario de Afi Escuela de Finanzas.

incremento en la demanda de altas capacidades cognitivas y relacionales».

Guardado describió las características de los nuevos perfiles demandados por instituciones y empresas y ha profundizado en la que ella ha definido como la «polarización del empleo», encontrando una relación directa entre precariedad del empleo y bajo nivel educativo de los trabajadores. A todo esto, añadió que el envejecimiento de la población hará que trabajemos más años, y para ello resultará fundamental la actualización permanente.

Se presentan, por tanto, unos años en los que la selección del talento, su mantenimiento y su adecuación permanente a las exigencias del entorno serán clave en la competitividad de las empresas, y de forma muy acusada en las empresas de servicios financieros.

En resumen, Guardado remarcó que **la era digital beneficia a profesionales con alto conocimiento** y en ocupaciones en crecimiento, suponiendo un auténtico desafío para empleos poco cualificados y rutinarios, que son susceptibles de ser sustituidos por robots. Los nuevos modelos de negocio digital ofrecen posibilidades a autónomos y fórmulas más flexibles. Considerado, además, que las personas somos más longevas y que, por lo tanto, se alarga la vida laboral, tendremos que cambiar más veces de empleo y reciclarnos gracias a un proceso de educación continua y de perfeccionamiento profesional. El reto es mantenerse permanentemente actualizado.

En suma, las aptitudes más buscadas por las empresas serán, por ende, el compromiso del trabajador con la compañía, su apertura al aprendizaje y capacidad de adaptación a los cambios y la negociación, además de trabajar en equipo. El dominio de varios idiomas seguirá siendo muy bien valorado en un contexto de internacionalización creciente de las empresas y de la actividad de las instituciones, junto con conocimientos multidisciplinarios. Asimismo, el pulso permanente por la innovación será por supuesto otro elemento clave para mantener nuestro status profesional.

Finalmente, Guardado ofreció una panorámica de los nuevos empleos que se generarán para ofrecer servicios relacionados con el **envejecimiento de la población**, puesto que, por lo general, no podrán ser fácilmente robotizados, y concluyó poniendo en valor el papel de la mujer en la economía.

Otro evento que ha dejado una marca significativa, por el carácter de actualidad de la temática tratada y el excelente nivel académico y técnico de los ponentes, fue el último evento del **Foro Académico de Finanzas sostenibles**, cuyos miembros han debatido sobre cómo contribuyen la banca y los mercados a la transición hacia un sistema sostenible y resiliente.

El debate tuvo lugar entre tres de los integrantes del consejo académico del Foro Académico de Finanzas Sostenibles, think tank creado por iniciativa de Triodos Bank y Afi

Escuela de Finanzas con el objetivo de avanzar hacia un sistema financiero sostenible a través de la generación y difusión de conocimiento.

El evento, moderado por Susana Criado, periodista especializada en economía y finanzas, ha contado con la participación de Ángel Berges, vicepresidente de Afi, Marcos Eguiguren, profesor de la Universitat Politècnica de Catalunya y director de la Alianza Global para una Banca con Valores, y Mikel García-Prieto, director general de Triodos Bank.



El debate se entró en la información recogida en la monografía **«Las finanzas sostenibles. Estado de la cuestión y motivaciones para su desarrollo»**. Durante el encuentro, Mikel García-Prieto, afirmó que el cambio al que estamos asistiendo es «incuestionable. En la **COP25 el 95 % de la banca que opera en España ha firmado un compromiso de acción por el clima** y hay iniciativas muy interesantes en otras partes del mundo. Es el comienzo del camino hacia la descarbonización de las inversiones en España. Estamos determinados a que ese proceso dé resultados en la economía real».

Quedó manifiesto, además, que las finanzas sostenibles suponen una gran oportunidad para el desarrollo económico de la próxima década, siendo ahora es necesaria una visión holística y una mayor cooperación entre el sector público y el privado, para dar mayor impulso y velocidad al proceso de transición que, a un ritmo más lento, podría desembocar en desastres y escenarios de alta inestabilidad. Asimismo, la transparencia, la coordinación entre las partes y la información también serán también esenciales en su implementación, así como la gestión adecuada de los costes sociales y financieros del cambio.

«Presentar modelos de negocio compatibles con esa responsabilidad será exigido tanto por reguladores y supervisores, como por el propio mercado y los inversores», explicó Ángel Berges. «Las entidades deben adoptar estrategias claramente proactivas y, en definitiva, financiar de acuerdo a factores de sostenibilidad para hacer el sector financiero más sostenible», concluyó nuestro vicepresidente ::



«Las empresas españolas y sus representantes institucionales tendrán que apoyar con firmeza los principios del libre comercio y de la seguridad de las inversiones en los Foros internacionales y apoyar al Gobierno y a la UE para atenuar los efectos negativos de esta nueva ola proteccionista y populista»

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

Excesos globales

La economía global está sometida a una serie de presiones extraordinarias: guerras comerciales, riesgos geopolíticos, cambio tecnológico y desigualdades socioeconómicas. La incertidumbre se ha adueñado de la situación, y la empresa no tiene más remedio que adaptarse. Emilio Ontiveros, catedrático y fundador de Afi, ofrece un profundo análisis en su libro, *Excesos: Amenazas a la Prosperidad Global*. Los años **clave son dos: 2008 y 2016**. En la primera se produjo la **implosión de Lehman Brothers**, el punto crítico de la crisis financiera global. En el segundo se celebraron el **referéndum sobre Brexit** y la elección presidencial en EE.UU. que llevó a **Donald Trump a la Casa Blanca**. Los dos países que sentaron las bases del orden económico-financiero tras la Segunda Guerra Mundial votaban mayoritariamente en contra del liberalismo económico.

La empresa se ve afectada de numerosas maneras. El creciente **proteccionismo comercial**, las **tensiones monetarias** y los **obstáculos a las migraciones** crean un **entorno complicado para las empresas más internacionalizadas**, sobre todo las de gran envergadura, al mismo tiempo que **dificultan la internacionalización de las de menor tamaño**. Las presiones sobre los bloques comerciales, al mismo tiempo que se agudiza la desintegración de los mecanismos multilaterales, crean nuevas amenazas.

Desde la transición a la democracia, **organismos representativos de las distintas empresas españolas** tales como las cámaras de comercio, la CEOE y la COPYME

y el Instituto de la Empresa Familiar se han pronunciado a favor del **liberalismo económico, financiero y comercial**. Esta orientación se vio reforzada y ampliada con el ingreso en las instituciones europeas en 1986. Desde entonces los gobiernos, incluso de distinto signo, han impulsado **políticas de apertura económica al exterior**. A raíz de la crisis, la propensión exportadora e inversora hacia el exterior ha crecido notablemente, llegando hasta el punto de producir, por primera vez en décadas, un **saldo positivo en la balanza por cuenta corriente**.

Desgraciadamente, todos estos logros corren ahora un **serio peligro**. El mercado del **Reino Unido y los EE.UU. constituyen el quinto y sexto destino más importante de las exportaciones españolas**. No cabe duda de que las políticas comerciales de EE.UU., en la forma de guerras tarifarias, introducen un factor de riesgo en el desarrollo exterior de la empresa española a lo largo y ancho del mundo.

Las empresas españolas y sus representantes institucionales no tienen más remedio que apoyar con firmeza los principios del libre comercio y de la seguridad de las inversiones en los foros internacionales y darle apoyo tanto al Gobierno como a la Unión Europea en toda iniciativa que pongan en marcha para **atenuar los efectos negativos de esta nueva ola proteccionista y populista**. En concreto, urge que trabajen con el área económica del nuevo gobierno para recuperar el un **orden económico y comercial mundial lo más liberal posible** ::



«Adoptar un sano escepticismo parece la opción más sensata»

Mercados y virus

Las semanas finales de 2019 y los primeros quince días de 2020 se caracterizaron por la combinación de un flujo de noticias macro positivas y la reducción de los elevados y permanentes niveles de incertidumbre relacionados con la guerra comercial entre China y EE.UU., y el Brexit. La **caída de la incertidumbre**, en un entorno de muy laxas condiciones monetarias y financieras, permitía algo más de tracción cíclica tras un año 2019 en que el pulso cíclico global sufrió de forma intensa. La reacción de los mercados a la continuidad de la mejora en los índices de sorpresas económicas fue notable, y caracterizada por la consolidación de niveles de rentabilidad alejados de los mínimos del verano pasado, una recuperación de pendientes en las curvas de tipos y retornos positivos en activos de mayor componente de riesgo como bolsa y crédito corporativo de baja calidad. La comunidad analítica, aun teniendo muy presente que hay factores estructurales que impiden asistir a una intensa recuperación de la actividad acompañada por un alza substancial de las expectativas de inflación a medio plazo, sí comenzó a orientar su **escenario alternativo hacia un mayor optimismo**. Incluso el BCE, en la comparecencia de Lagarde tras el Consejo de Gobierno del 23 de enero, reconocía que el balance de riesgos, aun estando orientado a la baja, mejo-

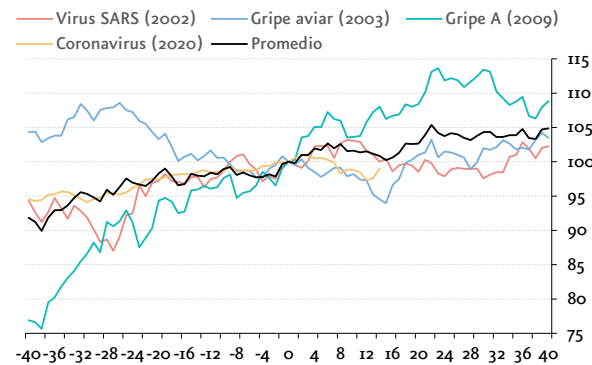
raba respecto a la situación de final del año pasado.

La mejora de sentimiento ha durado hasta la aparición del primer **shock** no previsto: el conocimiento de **un brote de nuevo coronavirus** en China a mediados de enero, que trae a la memoria los pasados episodios de la gripe aviar, la gripe A y el SARS y el impacto que tuvieron sobre la actividad económica y su reflejo en las variaciones en el precio de los activos negociados en los mercados financieros (tipos de interés, bolsas y precio de materias primas).

El impacto económico potencialmente derivado de una crisis sanitaria es muy difícil de estimar, pues depende principalmente de dos factores. En primer lugar, del **impacto sobre la confianza de los agentes**, que está íntimamente ligado a la extensión del contagio y, sobre todo, a la mortalidad asociada a la enfermedad y la posibilidad de obtener una vacuna con mayor o menor rapidez. El segundo factor, de las **medidas de control y contención del contagio que las autoridades de los países afectados adopten**, que por lo general implican límites al movimiento de las personas. En relación a este segundo factor, cuanto mayor sea la relevancia del país o países afectados en términos de aportación al PIB global y más intenso sea su rol en las relaciones comerciales globales, mayor será el potencial impacto económico negativo.

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

MSCI ACWI antes y después de la aparición de una alerta sanitaria (base 100, rentabilidad en %)



Fuente: Afi, Macrobond.

Con la información disponible a inicios de febrero, la extensión del contagio es muy limitada y decreciente fuera de China, y la tasa de mortalidad es muy reducida (cerca al 2%). Son dos datos relevantes que **invitan a desterrar los temores a una pandemia global**. En todo caso, las medidas de control y aislamiento tomadas por las autoridades chinas son muy relevantes, y a diferencia de las crisis sanitarias de 2002 y 2003, el peso de la economía China en el PIB mundial se ha duplicado (19% frente a 8%). La fuerte reacción de las autoridades, que incluye también **estímulos como la rebaja del tipo de remuneración de las reservas y la inyección de liquidez por parte del ban-**

co central, no hace sino confirmar la necesidad de reducir al mínimo el riesgo de que la situación creada por el coronavirus termine por desequilibrar estructuralmente a la economía de este país.

Las primeras estimaciones de impacto hacen referencia a **una reducción del crecimiento del PIB chino para 2020 de 0,6 décimas frente al escenario base**, con un impacto negativo concentrado en la primera mitad del año que parcialmente se compensaría en la segunda gracias a la introducción de estímulos monetarios y fiscales. A nivel global, se maneja como escenario más probable un impacto de una o dos décimas a la baja en el crecimiento mundial.

A pesar de que la volatilidad ha hecho acto de presencia en las principales variables financieras a partir de la segunda quincena de enero (afectando con más intensidad a los sectores de ocio y transporte, recursos naturales y lujo, lógicamente los más afectados) por ahora no puede decirse que el mercado esté emitiendo señales de una intensa preocupación y sí que está siguiendo el mismo patrón de episodios anteriores, en los que más allá de vaivenes de corto plazo y moderada intensidad, las tendencias anteriores al *shock* se mantuvieron intactas. Puede que sea demasiado pronto para extraer esa misma conclusión, y que adoptar un sano escepticismo sea la opción más sensata ::



«Estamos en un sector que en nuestro país tiene claros visos de mejora»

¿Necesitamos una Banca para Mujeres?

Las mujeres toman el **80% de las decisiones de compra del mercado, son titulares a nivel mundial del 52% de las cuentas corrientes de los bancos** y declaran no sentirse entendidas ni satisfechas por los servicios financieros prestados por la banca.

Además, **las mujeres ahorran un 25% más que los hombres** y sus tasas de morosidad son más bajas. ¿Es posible que ninguna entidad financiera esté aplicando estrategia positiva para captar como cliente a más mujeres?

A nivel internacional, encontramos varias iniciativas desarrolladas por algunos bancos o bancos que se han creado con una orientación de captación de clientes femeninas. En Colombia está muy arraigado a nivel de comunidades y con una clara vocación de sostenibilidad y cultura de protección medioambiental el **Banco Mundo Mujer**. En República Dominicana **Banco BHD** tiene una línea de productos y servicios diseñados exclusivamente para mujeres (Mujer Salud, Mujer Educación, Mujer Negocios...). El Banco Santander en Argentina, **Santander Río**, lanzó el año pasado la iniciativa Banca Women que se convirtió en el primer banco a nivel global en sumarse a la iniciativa de financiamiento comercial del programa **Banking on Women**, promovido por el IFC (Corporación Financiera Internacional) del Banco Mundial.

Estas iniciativas, y la sensibilidad a desarrollar una banca más inclusiva, tienen más probabilidad de desarrollarse en entidades lideradas por mujeres, o donde existe paridad en sus órganos de Gobierno.

Dicho de paso, según un estudio realizado por Ana Owen, profesora de economía del Hamilton College de Nueva York, y Judit Temesvary, economista de la Reserva Federal de EE.UU., existe una relación positiva entre igualdad de género y éxito económico en el sector bancario. Esta relación se explica por dos factores: el primero, que las mujeres presentes en Consejos de Administración tienen un **conocimiento especializado** y concreto en una materia y esto hace que su presencia eleve el nivel de conocimiento y la diversificación del mismo en el Consejo. El segundo factor es que la **diversidad de opiniones enriquece la toma de decisiones**.

Si tenemos en cuenta que en España solo hay dos mujeres al frente de dos grandes bancos y que el porcentaje de mujeres en los Consejos de Administración aún no alcanza los niveles de paridad, parece claro concluir que estamos en un sector que en nuestro país tiene **claros visos de mejora**, tanto en términos económicos, como en el impacto que un sector estratégico como el bancario tiene en la sociedad y en la economía del país ::

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



«El esfuerzo de base, colaborativo, formal e informal, de cientos de minúsculos colectivos, miles de agentes individuales de cambio, permea buena parte del desgraciado territorio despoblado»

Laponia X: la presura

La «presura» (la *aprisio* del derecho romano) era una figura romana y medieval que daba la posesión de la tierra yerma o conquistada a quien la labrase. El proceso de toma de posesión podía ser espontáneo (o informal) y formal. En el primer caso, sin que mediara un mandato o autorización de una autoridad, pero bajo ciertos requisitos, los particulares o las comunidades religiosas podían hacerse con lotes de tierra. En el segundo, una autoridad mandataba a estos mismos particulares o comunidades a que se estableciesen en un territorio y lo explotasen productivamente haciéndoles, además, concesiones fiscales y de libertades o acompañando la concesión de la tierra de otros requisitos (derechos y obligaciones) jurídicamente documentados que muy a menudo acabaron constituyendo la fuente de los fueros municipales medievales.

Se conocen bien estas «Cartas Pueblas» en los reinos y señoríos cristianos de la península ibérica cuya antigüedad documentada se remonta a principios del S. IX. Fueron especialmente utilizados en el norte y centro de la península a medida que se producía la expansión de los reinos cristianos a costa del repliegue de Al Ándalus. En la historiografía reciente (finales del S. XX), la interpretación de esta figura es más económica y social que jurídica, decantándose aquella por su uso como meca-

nismo incentivador de la repoblación de los territorios conquistados y su valorización.

PRESURA (escrito con mayúsculas) es «la» Feria de la Repoblación, de felicísimo y evocador nombre basado en la figura anteriormente comentada, que se celebra en Soria desde hace tres años. Este evento está promovido por «El Hueco», una iniciativa de co-working y creación de start-ups centrada en la repoblación de los territorios despoblados. Y Soria, a fe que lo es.

Si me había propuesto dedicar la serie «Laponia» de 2020 a escribir sobre buenas prácticas y referentes en el mundo de la repoblación, no puedo empezar sin referirme a estos iconos de la repoblación. Por su tono constructivo, su ubicación «at the bottom» de la cadena causativa del cambio, el pragmatismo que destila su ambición, el incesante esfuerzo de sus promotores y la oleada de participación que suscita la actividad de El Hueco y cada convocatoria de PRESURA no podría haber elegido ningún otro caso que este. Solo este.

PRESURA 2019, celebrada a principios de noviembre pasado, fue un éxito de participación. Todos los sectores implicados en la repoblación desfilaron por sus pasarelas. Las start-ups más incipientes y las veteranas, «viejas» conocidas ya de la afición a la que entusiastamente pertenezco. Los

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

sueños más irrealizables y los despistes más monumentales. Las promesas de ediciones anteriores, hechas realidad. Los fracasos discretos y los sonados. Todos estaban allí. Con humor, desenfado, irritación, ansiedad, tiempo para un café, corriendo para cerrar agendas y reuniones en las esquinas, salas y pasillos de las naves de El Huevo. Cruce de tarjetas, sí cruce de tarjetas. Muchas tarjetas. Personas a las que nunca imaginarías ver en una «reunión de negocios». Gurus, gentes del IBEX, sí del IBEX, leéis bien, no es una errata. Venidos de toda España, de Portugal y de otros países europeos. Soria a tope, de gente, de ideas, de proyectos. Gente dispuesta, después de años de esfuerzo, intentos, caídas y recaídas. ¿Quién dijo despoblación?

Leed, por favor, entre la niebla que emite el recuerdo entusiasmado de lo que viví en Soria hace casi tres meses. Os aseguro que si hubieseis estado allí y vivido aquello vuestra evocación sería igualmente vibrante. Puedo equivocarme. Pero PRESURA 19, mucho más que las anteriores, me lleva a pensar que el esfuerzo de base, colaborativo, formal e informal, de cientos de minúsculos colectivos, miles de agentes individuales de cambio, permea buena parte del desgraciado territorio despoblado. No en toda su extensión sino formando los nodos, los lazos y los retazos que lo acabarán revitalizando.

¿Cómo? Con propuestas y realizaciones arraigadas y creadoras de raíces, con tecnología, con modelos experimentales de gestión, de servicio, claro que de re-

vitalización de actividades tradicionales o autóctonas. Con ofertas de ocio diferente, de movilidad colaborativa, de servicios de bienestar que las ciudades apenas empiezan a producir para sus estresados habitantes. Con soluciones residenciales autosuficientes (amigos de Velloso...), con soluciones terapéuticas comunitarias, con restauración avanzada, participativa y utilitaria de monumentos entrañables olvidados. En la Rioja, Andalucía, la Castilla y León y la Castilla-La Mancha, Navarra, Galicia, Euskadi, Aragón, Cataluña. En todas las comunidades autónomas.

PRESURA es el rompeolas de la despoblación. Contra sus afiladas aristas y vértices se estrellan y se deshacen el desánimo del fracaso, la desolación de los paisajes vacíos. Las no respuestas al silencioso clamor de la naturaleza que quiere que la cubran las especies laboriosas y productivas. Diréis que soy un cursi. Sea, lo soy. Porque vivo ahora, según escribo esto, lo que la inmediatez de la feria, su ajetreo, la prisa por amarrar contactos de gente que acabas de ver en la tribuna y de la que por nada del mundo quieres dejar de estrechar su mano y, si se deja, darle un abrazo.

Si pudiera, pediría ahora mismo a los organizadores que recreasen virtualmente PRESURA 19 para sumergirme este fin de semana, de nuevo, en ella (Joaquín ¿se puede?). Será difícil superar PRESURA 2019. Pero sí, en vez de perder el tiempo leyendo hasta aquí, **habéis ya pinchado en los enlaces de arriba, habéis podido ver el poster de PRESURA 20.** Ahora ya sabéis que va a ser posible. Vale, no sé qué más decir ::



«Desde las mismas entrañas del sistema económico se han cuestionado aspectos esenciales del sistema capitalista, y lo han hecho instituciones muchas de ellas nacidas dentro del sistema y destinadas fundamentalmente a su defensa»

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

Revisionismo capitalista

Durante los años de vida de esta revista el sistema económico ha generado bienestar en algunos países, pero excesos y disfunciones en muchos otros. La convergencia de algunos de ellos en la crisis de 2008 constituye el momento en el que la desconfianza y la desafección se agudizan. A partir de entonces se inicia una **suerte de revisionismo de algunos de los pilares del propio sistema** y quienes lo llevan a cabo no son única ni fundamentalmente los tradicionales grupos alternativos, sino instituciones muchas de ellas pertenecientes al propio sistema. De estos aspectos me ocupé en **un libro'** que ha visto la luz hace un par de meses, confieso que con cierta cautela a la hora de reseñar con suficientes evidencias las afirmaciones que llevaba a cabo. La realidad me ha sorprendido, en especial en los últimos meses. Desde las mismas entrañas del sistema económico **se han cuestionado aspectos esenciales del sistema capitalista**, y lo han hecho instituciones muchas de ellas nacidas dentro del sistema y destinadas fundamentalmente a su defensa.

El primer conjunto de sorpresas vino de la mano de la acumulación de evidencias de las flaquezas o disfunciones del sistema. La función objetivo de las grandes empresas ha sido sometida a revisión ya no por académicos más o menos radicales, sino por instituciones

como la «Business Roundtable», que agrupa a los máximos directivos de las 191 grandes empresas estadounidenses, que emplean a más de 15 millones de personas.

También han sido puestas en cuestión algunas de las propiedades o atributos que le asignábamos a los mercados. Su eficiencia, desde luego, pero la propia libre competencia erosionada por esa concentración y aumento del poder de mercado cada vez más explícitos.

Un tercer ámbito en el que el sistema tampoco sale bien parado es el propio funcionamiento interno de las grandes empresas, en especial las cotizadas, objeto de críticas relevantes por grupos de accionistas acerca de la transparencia y rendición de cuentas.

Más allá de esos aspectos esenciales en la conformación de las economías basadas en el mercado, **los excesos se han manifestado en esa creciente «financiarización»** de las economías, generadora de un dominio del cortoplacismo en la gestión, en el aumento de la desigualdad en la distribución de la renta y de la riqueza, o en el deterioro de la calidad medioambiental, por citar algunos de ellos.

Hasta aquí pocas sorpresas. Lo llamativo es observar como en los últimos meses de 2019 y la entrada en este año han sido instituciones muy tradicionales las que han defendido la necesidad

de «resetear» el sistema, como lo hiciera el diario económico por excelencia, el Financial Times. La última ha sido el World Economic Forum, que en su encuentro en Davos ha proclamado el «capitalismo de los stakeholders» frente al «capitalismo de los shareholders». Al mismo tiempo hemos comprobado como inversores adicionales a la mayor gestora del mundo, BlackRock, han asumido esos imperativos de discriminación favorable a los destinos inversores que respeten las exigencias de sostenibilidad de Naciones Unidas, comprensivas de los Acuerdos de París.

Ojalá que Empresa Global en sus próximos 100 números no deje escapar ese **necesario reforzamiento del sistema económico**, en la dirección de garantizar la igualdad de oportunidades entre personas y entre empresas, pero también, cuidando de la propia salud del planeta. Es posible, porque como están demostrando no pocas empresas, lo es la compatibilización entre esos 17 objetivos de desarrollo sostenible que promulgó la ONU y la obtención de beneficios y posibilidades de crecimiento a largo plazo de las empresas que son bien y responsablemente dirigidas ::

¹ «Excesos, Amenazas a la prosperidad global», Editorial Planeta.

