

 **empresa global**



Afi

204

Junio 2020

La inversión de impacto social

Un fondo para transformar la sociedad

**Buscando el impacto
de las inversiones**

**La tecnología como impulsora
de la inversión sostenible**

Buena economía para tiempos difíciles

ESTRATEGIA GLOBAL

La recuperación y los
atributos del producto

LA FIRMA DE MERCADOS

Desescalada en
los mercados

#MUJERESQUETRANSFORMAN

«La niña sin miedo»

HOMO OECOMICUS

Laponia XIV:
encuentros en la
Tercera Fase

PASEO GLOBAL

El día después:
endeudados





Empresa Global

Nº 204 (junio 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

Verónica López Sabater

EDICIÓN

Moisés Rubín de Célix

COLABORAN EN ESTE NÚMERO

José Manuel Amor, Claudia Antuña, Mónica Guardado, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Verónica López Sabater, Pablo Mañueco, José Moncada, Emilio Ontiveros, Ricardo Pedraz y Moisés Rubín de Célix

CONSEJO DE REDACCIÓN

Emilio Ontiveros

Pablo Aumente, Beatriz Castro, Nereida González, Raquel Hernández, Carmen López, Verónica López, Ricardo Pedraz, Irene Peña, José Manuel Rodríguez, Moisés Rubín de Célix y Diego Vizcaíno

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

PORTADA hof12
inversión social impactante

DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN

Valle González, Dori Cobo y Daniel Sánchez Casado

La inversión de impacto social

Dedicamos el número 204 de Empresa Global a la **inversión de impacto social**, una estrategia de inversión cuyo objetivo es producir un **impacto positivo y medible** en la sociedad y el medioambiente y a su vez generar un retorno financiero para el inversor.

Así, el artículo de portada contextualiza y define el concepto de inversión de impacto social haciendo énfasis en su vocación transformadora y en su generación de **valor social**. Presta atención a la redefinición del concepto de **rentabilidad** que trasciende a la TIR. Incluye un análisis del **crecimiento** y las **perspectivas de futuro** de la inversión de impacto y cómo ésta se configura como el vehículo a través del cual el capital privado puede **tomar conciencia de su responsabilidad** y contribuir a la resolución de los **grandes retos** que afronta la sociedad.

La sección «Perspectivas» particulariza el análisis en el **Fondo Bolsa Social Impacto FESE**, una iniciativa lanzada por Afi Inversiones Globales SGIC junto con el fundador de la plataforma de financiación participativa La Bolsa Social. Su estrategia está basada en apoyar a empresas jóvenes e innovadoras y ya ha realizado sus **primeras inversiones** en los sectores de la agricultura sostenible, la tecnología aplicada al sector sanitario y la moda sostenible.

La **medición** del impacto es esencial en esta tipología la inversión. El artículo de la sección «Escuela» busca explicar cómo éste trasciende al concepto o criterio de eficacia y cómo su medición consiste en establecer la **causalidad entre la inversión y el resultado obtenido**. Así, la tecnología –sus **herramientas y soluciones**– se presenta como un aliado indiscutible.

En lo que respecta a la sección de opinión, **Emilio Ontiveros** comienza una nueva serie de artículos bajo el nombre «El día después». En esta ocasión, su columna trata los **elevados niveles de endeudamiento público y privado**, los cuales constituirán una seria amenaza en la transición a una normalización económica.

José Antonio Herce utiliza un símil cinematográfico para abordar como puede influir la **interacción entre los mundos urbano y rural** en la reconstrucción de este último, después de las carencias que se han constatado en esta crisis. Mónica Guardado dedica su columna #mujeresquetransforman a la **presencia de mujeres en los cuadros directivos** y al **empoderamiento femenino**, ejemplificados en la escultura «la niña sin miedo» de Wall Street.

Mauro Guillén analiza el papel de los **atributos de producto** en la recuperación de la crisis y cómo influirán en el posicionamiento de las marcas ante el cambio de los hábitos del consumidor. Por último, José Manuel Amor analiza cómo los **temores a una gran crisis financiera** que postergue la recuperación **parecen haberse disipado** ante el comportamiento reciente de los mercados ::

TEMA DE PORTADA

La inversión de impacto social

En los últimos años la inversión de impacto ha ganado popularidad entre una amplia gama de inversores, incluyendo entidades financieras, fondos de pensiones, «family offices», fundaciones, banca privada, instituciones financieras de desarrollo y particulares.

Pág. 3



PERSPECTIVAS

Un fondo para transformar la sociedad

Bolsa Social Impacto FESE nace para apoyar a empresas innovadoras cuya actividad genere un impacto social o medioambiental positivo y medible.

Pág. 7



ESCUELA

Buscando el impacto de las inversiones

Muchos inversores ya están interesados no sólo en los resultados financieros de sus inversiones sino también en el impacto más amplio y a largo plazo de las mismas.

Pág. 9



TECNOLOGÍA

La tecnología como impulsora de la inversión sostenible

La tecnología es un aliado indiscutible de la inversión sostenible de impacto. La aplicación de técnicas como la inteligencia artificial o el «big data» supondría un paso definitivo en su desarrollo.

Pág. 12



QUÉ LEEMOS

Buena economía para tiempos difíciles

Verónica López reseña el último libro publicado por dos de los tres galardonados con el Premio Nobel de Economía en su edición de 2019, en el que aportan su visión acerca de los retos que en la actualidad enfrenta esta disciplina de las ciencias sociales.

Pág. 14



PUERTAS ABIERTAS

Información y conocimiento para tiempos de incertidumbre

De manera excepcional, y fiel al compromiso de Afi con la difusión del conocimiento, nuestras puertas han estado, si cabe, un poco más abiertas con la celebración en abierto de la última Jornada de Análisis Económico y de Mercados.

Pág. 15



ESTRATEGIA GLOBAL

La recuperación y los atributos del producto

MAURO GUILLÉN

Pág. 17



MERCADOS FINANCIEROS

Desescalada en los mercados

JOSÉ MANUEL AMOR

Pág. 18



#MUJERES QUE TRANSFORMAN

«La niña sin miedo»

MÓNICA GUARDADO

Pág. 20



HOMO OECONOMICUS

Laponia XIV: Encuentros en la Tercera Fase

JOSÉ ANTONIO HERCE

Pág. 21



PASEO GLOBAL

El Día después: Endeudados

EMILIO ONTIVEROS

Pág. 23



La inversión de impacto social

[iStock]/Getty Images.

En los últimos años la inversión de impacto ha ganado popularidad entre una amplia gama de inversores, incluyendo entidades financieras, fondos de pensiones, «family offices», fundaciones, banca privada, instituciones financieras de desarrollo y particulares. Cada vez más inversores profesionales incorporan activos de impacto social en sus carteras de inversión para generar valor social. Desde la Bolsa Social, en alianza con Afi, hemos impulsado un fondo de impacto social con un objetivo de 25 millones de euros. Algunos inversores nos plantean las mismas preguntas: ¿qué es la inversión de impacto? ¿Qué rentabilidad ofrece? ¿Cómo se mide el impacto? ¿Qué dimensión tiene? ¿Es una moda pasajera, un nuevo activo financiero más, o el reflejo de un cambio más profundo? Tratemos de responder a estas cuestiones.

Jose Moncada @JoseMoncadaD | Fundador de la Bolsa Social

¿QUÉ ES LA INVERSIÓN DE IMPACTO?

La Global Impact Investing Network (GIIN)¹ define la inversión de impacto como una estrategia de inversión que persigue **producir un impacto positivo y medible en la sociedad y el medioambiente**, a la par que generar un **retorno financiero** para el inversor.

La inversión de impacto, por tanto, se distingue de la llamada inversión socialmente responsable (ISR) en la intencionalidad, ya que tiene una **vocación transformadora**. La ISR tiene un marco bien definido donde la inversión se basa en criterios ambientales, sociales y de gobernanza (criterios ASG), pero la diferencia es que los inversores de impacto buscan proactivamente generar un impacto positivo, en lugar de simplemente evitar los impactos negati-

vos de la inversión. El inversor de impacto quiere crear **valor social** con su inversión.

Hablamos por tanto de invertir en fondos y empresas que tienen una misión transformadora, que apuestan por la producción y el consumo sostenible en ámbitos como la agricultura, la moda, el urbanismo o la logística; empresas que desarrollan tecnología que ayuda a reducir la emisión de CO₂ o que generan soluciones de economía circular y energía limpia; empresas que desarrollan productos o servicios que cuidan de los más vulnerables: las personas con discapacidad, nuestros mayores, los parados de larga duración, los jóvenes en riesgo de exclusión, los migrantes, las familias sin recursos; empresas que desarrollan herramientas que mejoran la educación, la

salud y el bienestar de las personas. En definitiva, se trata de invertir en empresas que ponen a las personas y al planeta en el centro de su actividad, y que crean una economía más humana.

A través de la inversión de impacto el capital privado toma consciencia de su responsabilidad y se implica en la resolución de los grandes retos que afrontamos como sociedad. En 2015 la Organización de Naciones Unidas aprobó la Agenda 2030 sobre el Desarrollo Sostenible. Está compuesta por 17 objetivos de desarrollo sostenible (ODS) necesarios para lograr un mundo sostenible en el año 2030. Los ODS se desganan en diversas y detalladas metas que constituyen un marco de referencia de los grandes retos del siglo XXI. Se calcula que para lograr alcanzar las metas establecidas en los ODS es preciso invertir anualmente 3,9 billones de dólares. Actualmente se invierten 1,4 billones en los ODS. La filantropía y el dinero público no bastan para cubrir la diferencia. Por tanto, es preciso canalizar 2,5 billones de dólares adicionales cada año para cumplir con los ODS. La inversión de impacto puede desarrollar un papel clave en este esfuerzo.

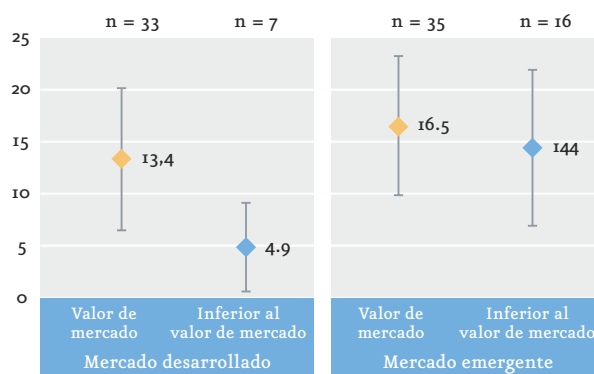


UN NUEVO CONCEPTO DE RENTABILIDAD

No obstante, la **inversión de impacto no es filantropía**. Es inversión, es decir, busca obtener un retorno económico justo y adecuado para los inversores. En ocasiones se discute sobre si la inversión de impacto puede o debe ser tan rentable como la inversión convencional. A pesar de que todavía no hay suficiente histórico de datos, un estudio de la GIIN de noviembre de 2017, apunta que, según el tipo de mercado al que se dirijan (desarrollado o emergente) y el objetivo de retorno que tengan los inversores, se dan expectativas de retorno que van desde el 4.9% al 16.5% en el *private equity* de impacto.

En España, por ejemplo, el primer fondo de Gawa Capital (Gawa Microfinance Fund), que invierte en inclusión financiera en países en vías de desarrollo, generó una TIR del 6,34%. Algunas de las inversiones de la Bolsa Social y de Creas han dado a sus inversores una TIR de dos dígitos.

Expectativa de rentabilidad media para 2016* Inversiones de capital clásicas (%)



* Medias mostradas junto a cada diamante. Las barras de error muestran +/- una desviación estándar.

Fuente: GIIN 2017 Annual Impact Investor Survey.

Sin embargo, **la inversión de impacto redefine lo que tradicionalmente se entiende por rentabilidad de una inversión**. Ésta ya no se mide sólo en términos de TIR, sino también en términos del cambio positivo que la inversión genera en la sociedad. Valorar un fondo de impacto sólo por la TIR es hacer un análisis incompleto. Por ello, es fundamental que el impacto se mida con claridad y que sea acreditable. Existen diversas metodologías para medir el impacto social de una inversión. En el Fondo Bolsa Social, por ejemplo, seguimos los estándares de la Asociación Europea de Capital Filantrópico (EVPA, por sus siglas en inglés), que están respaldados por la Comisión Europea como los estándares de medición más elevados a nivel europeo.

La medición y gestión del impacto exigen, en primer lugar, definir con claridad los objetivos de cambio que se persiguen en cada inversión, identificando el colectivo beneficiario. En segundo lugar, se deben establecer indicadores que sean adecuados para medir el impacto, sin confundir las actividades, productos, resultados e impacto generado por la inversión. En tercer lugar, este impacto debe ser verificado, en la medida de lo posible por terceros independientes, para que pueda ser valorado correctamente. Por último, el impacto debe ser reportado periódicamente y monitorizado. Existen herramientas muy útiles como el IRIS+ de la GIIN, que es un catálogo de indicadores sectoriales de impacto estandarizados y ligados a los ODS que los gestores de fondos de impacto pueden utilizar como guía. La medición del impacto es clave, además, para evitar casos de *impact washing*. Debido al creciente interés generado por la inversión de impacto existe el riesgo de que actores poco escrupulosos se vean tentados de abusar del concepto de la inversión de impacto exclusivamente para su beneficio comer-

cial. Una medición seria y rigurosa del impacto permite separar el grano de la paja.

TAMAÑO DEL MERCADO

La primera vez que se habla de inversión de impacto es en 2007. Desde entonces, cada vez más inversores incorporan la inversión de impacto a su cartera de inversión. En su informe anual de 2019 la GIIN estimó que había 502.000 millones de dólares en activos de impacto en todo el mundo⁴. Esta cifra duplica la del año precedente (224.000 millones), la cual a su vez duplica la del año anterior. La inversión de impacto es una realidad que crece de año en año.

La inversión de impacto tiene mayor tamaño y madurez en los mercados más desarrollados, en particular en el mercado norteamericano, seguido por el europeo⁵.

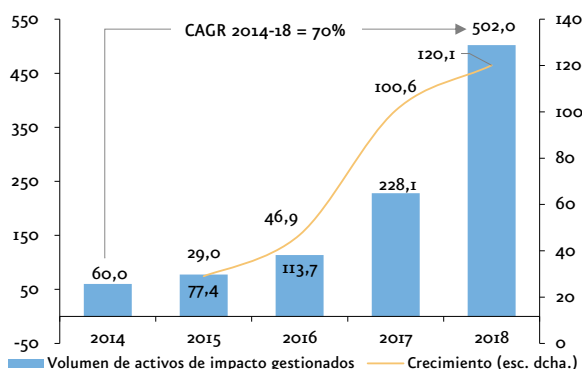
El perfil de los inversores de impacto es diverso: gestores de activos y fondos de inversión, fundaciones, bancos y entidades financieras, *family offices*, bancos para el desarrollo y fondos de pensiones y aseguradoras. Resulta interesante ver el papel que juega cada uno de los tipos de actores. El 64% de las 1.340 organizaciones encuestadas por la GIIN son gestores profesionales de activos y fondos de inversión, siendo responsables del 51% del total de activos de la inversión de impacto. Esto da muestra de la profesionalización del sector.

EL FUTURO ES UNA ECONOMÍA DE IMPACTO SOCIAL

Todo apunta a que la inversión de impacto tiene mucho recorrido. La mayoría de los actores clave en el mercado están despertando y tomando medidas. Incluso Larry Fink, CEO de Blackrock, el mayor gestor

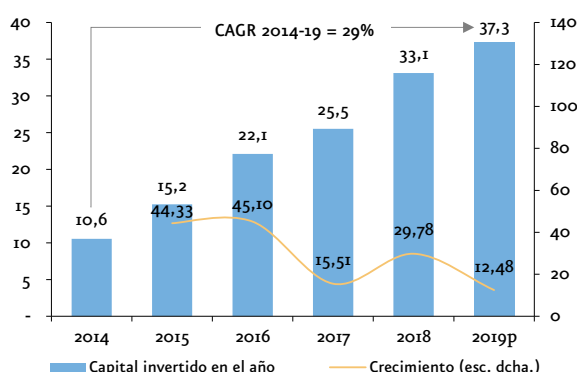
AUM de impacto 2014-2018

(miles de millones de dólares, %)



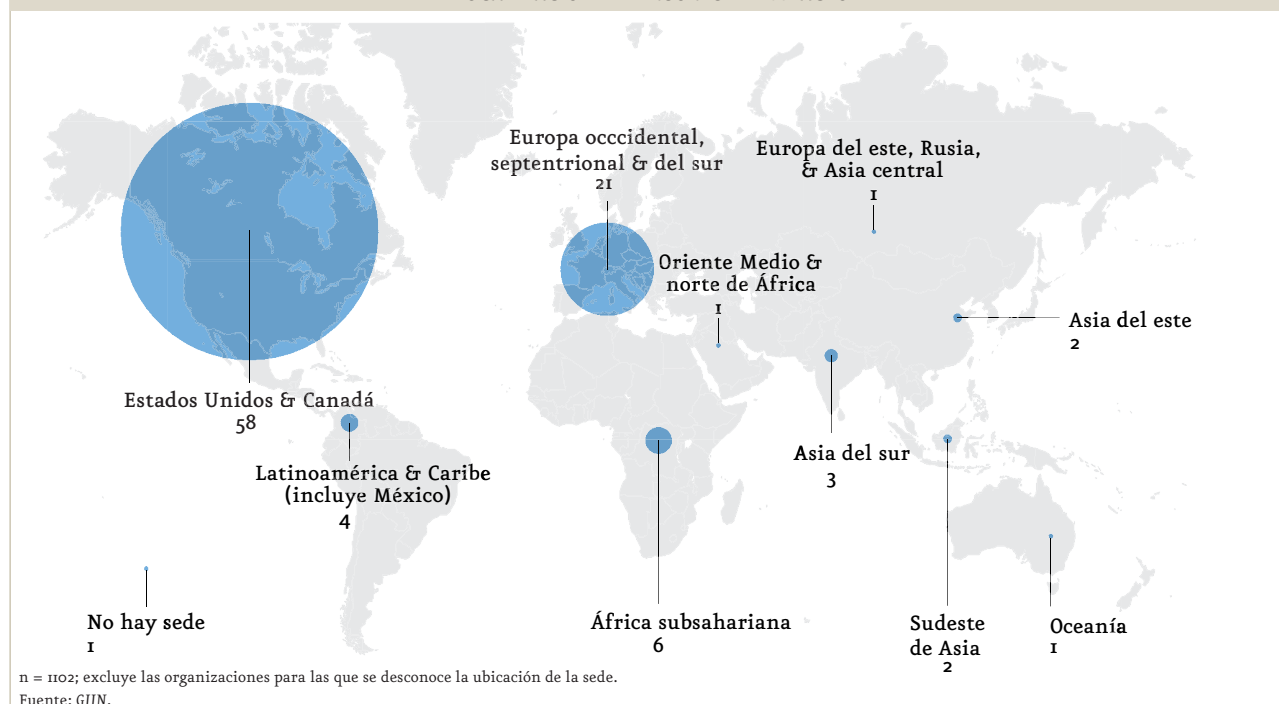
Capital comprometido al año 2014-2019p

(miles de millones de dólares, %)

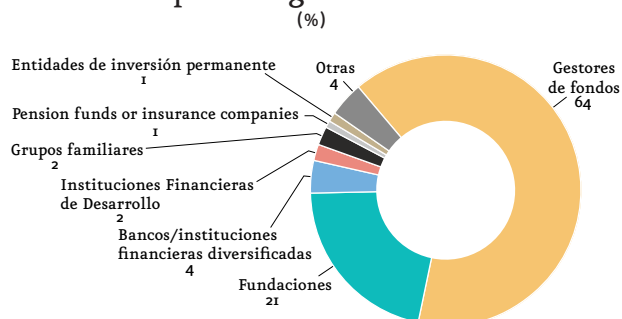


Fuente: GIIN Annual Impact Investor Survey 2016, 2017, 2018 and 2019 y J.P. Morgan «Eyes on the Horizon: The Impact Investor Survey».

LOCALIZACIÓN INVERSORES DE IMPACTO



Tipos de organizaciones*



n = 1340; incluye todas las organizaciones en la base de datos.

* «Otras» incluye corporaciones, instituciones financieras de desarrollo comunitario y organizaciones no gubernamentales.

Fuente: GIIN.

de fondos del mundo, advierte seriamente a las empresas que necesitan tener un propósito social. El mundo encara retos muy serios como el cambio climático y la recesión, y la sociedad comienza a ver de otra manera a las empresas, cambia sus hábitos de consumo y la manera de invertir.

Recientemente apareció en un medio una viñeta muy ilustrativa. La población de una minúscula isla, que representa la Humanidad, se enfrenta a una ola gigantesca que está a punto de arrasar la isla. Es la COVID-19. Pero tras esa ola se alza otra mucho mayor, gigantesca, que es la recesión que seguirá a la COVID-19. Y tras la recesión, una tercera ola descomunal y destructiva avanza amenazadora en ultimo plano. Es el cambio climático, del que no podemos olvidarnos.

A través de la inversión de impacto, el capital privado toma consciencia de su responsabilidad y se implica en la resolución de los grandes retos que afrontamos como sociedad. Conforta pensar que, sin renunciar a obtener una rentabilidad justa, es posible apostar por una economía más sostenible, que integre en la sociedad a los colectivos vulnerables, y actuar decididamente contra el cambio climático, apostando por mejorar la educación, el bienestar y el desarrollo económico y social de todos. Por ello es importante que los que nos dedicamos a este negociado hagamos las cosas doblemente bien. En eso estamos 🌱

¹ www.thegiin.org

² Evidence on the Financial Performance of Impact Investments. GIIN Perspectives. Noviembre 2017.

³ Guía práctica para la medición y gestión del impacto de la Asociación Europea de Capital Filantrópico (EVPA). Editada por la Asociación Española de Fundaciones en febrero de 2015.

⁴ 2019 Annual Impact Investor Survey. GIIN.

⁵ Mudaliar, A., & Dithrich, H. (2019). Sizing the Impact Investing Market. Global Impact Investing Network (GIIN).

Un fondo para transformar la sociedad



Bolsa Social Impacto FESE nace para apoyar a empresas innovadoras cuya actividad genere un impacto social o medioambiental positivo y medible.

Pablo Mañueco | Socio director del área de Corporate Finance de Afi

El Fondo Bolsa Social Impacto FESE (www.bolsasocial.fund) es una nueva iniciativa lanzada por la gestora de Afi (Afi Inversiones Globales SGIIC) junto con el fundador de la plataforma de financiación participativa La Bolsa Social, que responde a la creciente inquietud de los inversores en posicionarse en activos que, además de una rentabilidad financiera justa, **generen un impacto social o medioambiental positivo y medible**.

Bolsa Social Impacto actúa como un fondo de capital riesgo orientado a fases iniciales (*venture capital*), pero regulatoriamente cuenta con la calificación de Fondo de Emprendimiento Social Europeo, que es la categoría específica dada por la UE a este tipo de fon-

dos y que, como cualquier fondo regulado, debe estar inscrito en la entidad supervisora correspondiente (CNMV en España).

La estrategia de inversión del Fondo se centra en apoyar a **empresas jóvenes e innovadoras** que generen al mismo tiempo una **rentabilidad económica** adecuada para sus inversores y un **impacto positivo en la sociedad y el medioambiente**, que sea medible en el tiempo. Por ello se dirige a sectores que estén alineados con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas (ODS) y que se centren especialmente en:

- Salud y bienestar: tercera edad, discapacidad, alimentación saludable, tecnologías sanitarias.

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS OBJETIVO DE FONDO BOLSA SOCIAL IMPACTO FESE

Tipo de inversión	Facturación euros	Antigüedad años	Inversión Fondo euros
Desarrollo (Series A)	1-5M	3 a 10	200K-1 M
Semilla (Seed)	150K-1 M	1 a 3	50-800K
Inicial (Pre-seed)	0-150K	0 a 1,5	10-50K

Fuente: Fondo Bolsa Social Impacto FESE.

- Educación inclusiva y de calidad: tecnologías para la educación, redes educativas, redes culturales, métodos educativos, cultura.

- Producción y consumo sostenible: consumo, retail, economía colaborativa, economía circular, alimentación sostenible.

- Acción por el clima: cleantech, urbanismo sostenible, agricultura sostenible, optimización energética, IoT con eficiencia energética, transporte sostenible.

- Integración y desarrollo social: innovación social, accesibilidad, integración social, España vaciada, empleabilidad de colectivos en riesgo, contratos de pagos por resultados.

El Fondo toma participaciones minoritarias, de forma que acompaña a los emprendedores quienes deben ser los líderes del proyecto y, por tanto, los principales accionistas. El Fondo puede invertir desde 50.000 a un millón de euros, aunque con flexibilidad: puede ampliarse la cantidad invertida en sucesivas rondas o reducir el umbral mínimo en proyectos puntuales en fase muy semilla. El foco geográfico principal de inversión es España, aunque también está facultado para hacerlo en Portugal.

El **talento** del emprendedor es clave para la selección, como también lo es el grado de innovación de la tecnología del proyecto, su carácter escalable y la existencia de ventajas competitivas defendibles. El Fondo no es un inversor puramente financiero, sino que **se involucra plenamente para ayudar a los promotores y a las empresas a profesionalizar su gestión**, acceder a nuevos clientes o proveedores, facilitar el acceso a financiación, analizar oportunidades de crecimiento, definir la estrategia, mejorar el gobierno corporativo, sistematizar la medición de impacto o atraer talento.

Un aspecto esencial en este tipo de fondos es la medición del impacto social y medioambiental, que exige definir con cada empresa participada los elementos que conforman su teoría del cambio, esto es:

- La misión de impacto que persigue, identificando el problema o reto social que aborda.

- El colectivo que se beneficiará del impacto de cada empresa.

- Los objetivos concretos de impacto que se persiguen.

- Los indicadores que deben permitir medir el grado de consecución de los objetivos de impacto.

En concreto, el Fondo Bolsa Social Impacto mide el impacto social y medioambiental de acuerdo con los estándares de la Asociación Europea de Capital Filantrópico (EVPA) y las recomendaciones del Grupo de Expertos de la Comisión Europea en Emprendimiento Social (GECES).

El Fondo está operativo desde principios de 2020, con un primer cierre por importe de más de diez millones de euros en el que se han incorporado múltiples inversores institucionales como compañías de seguros, entidades bancarias, mutuas, oficinas familiares o gestoras, además de propio equipo gestor y promotor del proyecto. A la fecha de realización de este artículo (mayo de 2020), se habían realizado las primeras inversiones en los sectores de la agricultura sostenible, la tecnología aplicada al sector sanitario y la moda sostenible.

Esta iniciativa cobra si cabe **más valor en el contexto económico y social actual creado por la pandemia**. Así, se aprecia una mayor sensibilidad de los inversores a este tipo de activos y aumenta el convencimiento de que las generaciones venideras van a reclamar aún más la inclusión de otros requisitos en sus inversiones más allá de los estrictamente financieros. Por el lado de las empresas, la situación actual está haciendo proliferar nuevas ideas y modelos de negocio adaptados a las extraordinarias circunstancias.

Es en este contexto donde se enmarca la iniciativa que ha promovido Fondo Bolsa Social Impacto, junto con otros agentes, para invertir en startups que aportan soluciones innovadoras para aplacar el impacto del coronavirus en sus dimensiones sanitaria, social y económica. El elevado número de proyectos recibidos, muchos de ellos con claro potencial, evidencian que es posible avanzar en el paulatino desarrollo de un tejido empresarial que sea solvente económicamente pero también comprometido con la sociedad y el medioambiente. A ello pretende contribuir el Fondo Bolsa Social Impacto en el corto, medio y largo plazo ::

Buscando el impacto de las inversiones



[iStock]/Getty Images

Muchos inversores ya están interesados no sólo en los resultados financieros de sus inversiones sino también en el impacto más amplio y a largo plazo de dichas inversiones en el medio ambiente, las generaciones futuras o una gama cada vez más amplia de partes interesadas, no consideradas (aún) clave por las estrategias de inversión «business-as-usual».

Verónica López Sabater @Vlopezsabater | Consultora del área de Economía Aplicada de Afi
Ricardo Pedraz @RicardoPedraz | Consultor del área de Finanzas Públicas de Afi

Antes de entrar en materia, consideramos preciso matizar los distintos conceptos de inversión que se asocian con mayor o menor corrección a la inversión de impacto.

La **inversión socialmente responsable (ISR)** se refiere a invertir con el objetivo de lograr rendimientos financieros respetando criterios éticos, ambientales y/o sociales específicos.

La **inversión basada en valores y criterios ESG, o inversión responsable**, se refiere a las estrategias y prácticas que incorporan factores materiales de carácter ambiental (E), social (S) y de gobernanza (G) en las decisiones de inversión y en la propiedad activa con el fin de minimizar los riesgos y maximizar la rentabilidad. No es sinónimo de inversión ética, ya que inversión socialmente responsable o inversión de impacto debido a que la inversión responsable puede y debe ser adoptada incluso por los inversores cuyo único objetivo es la rentabilidad financiera, ya que ésta se basa en la premisa de que ignorar los factores ESG es ignorar riesgos y oportunidades que tienen un efecto significativo en los rendimientos de las inversiones.

La **inversión de impacto** –a la que dedicamos el presente artículo– es la financiación de actividades, empresas o iniciativas que **produce de manera verificable (esto es, basado en métricas acordadas) un impacto positivo en la economía, la sociedad y/o el medio ambiente una vez que los posibles impactos negativos han sido debidamente identificados y mitigados**, al tiempo que busca rendimientos financieros.

BUSCANDO EL IMPACTO

El impacto es el conjunto de efectos a largo plazo de una determinada intervención o inversión que incluye los positivos y negativos, los directos e indirectos, así como los intencionados y los no intencionados¹. El impacto trasciende por tanto al concepto o criterio de eficacia (grado de consecución de los objetivos) en la medida en que no se limita a la verificación de los efectos previstos, sino también a los no previstos; no se circunscribe al análisis de los efectos deseados, sino también al de los no deseados; y no se reduce al estudio de dichos efectos sobre la población objetivo,

sino también sobre aquella directa o indirectamente afectada.

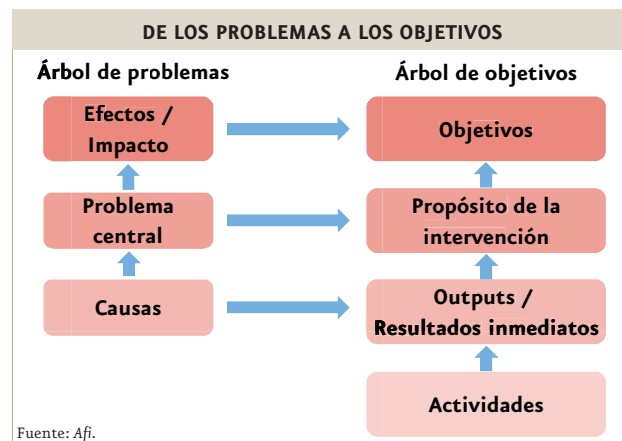
La búsqueda del impacto también implica tener claros –y abordar con honestidad– dos conceptos adicionales: la **contribución** (grado en el que la inversión influye en el resultado) y la **atribución** (grado en el que la inversión es responsable del resultado).

En definitiva, **el impacto y su medición consisten en establecer la causalidad entre la inversión y el resultado obtenido, para lo cual es necesario establecer un escenario válido que permita comparar lo que ha ocurrido después de la intervención con lo que habría ocurrido si la intervención no se hubiese llevado a cabo** (el famoso y a menudo imposible escenario contrafactual). O lo que es lo mismo, contestar a preguntas como ¿cuál sería la situación si la intervención no hubiera tenido lugar?, o constatar si las mejoras que se han producido son el resultado directo de la intervención, se deben a otros factores o a una combinación de ambos.

Llegados a este punto acudimos a una metodología de planificación de intervenciones (proyectos, planes, programas, inversiones) orientada a objetivos y/o resultados, de enorme utilidad a pesar de datar de los años 70 del pasado siglo. Se trata del **Enfoque del Marco Lógico** (LFA, por sus siglas en inglés), originalmente diseñada por la Agencia de Cooperación al Desarrollo de Estados Unidos (USAID), rápidamente adoptada por otras agencias bilaterales y multilaterales de cooperación internacional y solo en fechas más reciente reconocida su utilidad por el sector financiero y corporativo para la planificación, la formulación, el análisis, la implementación, el seguimiento y la evaluación de intervenciones o inversiones.

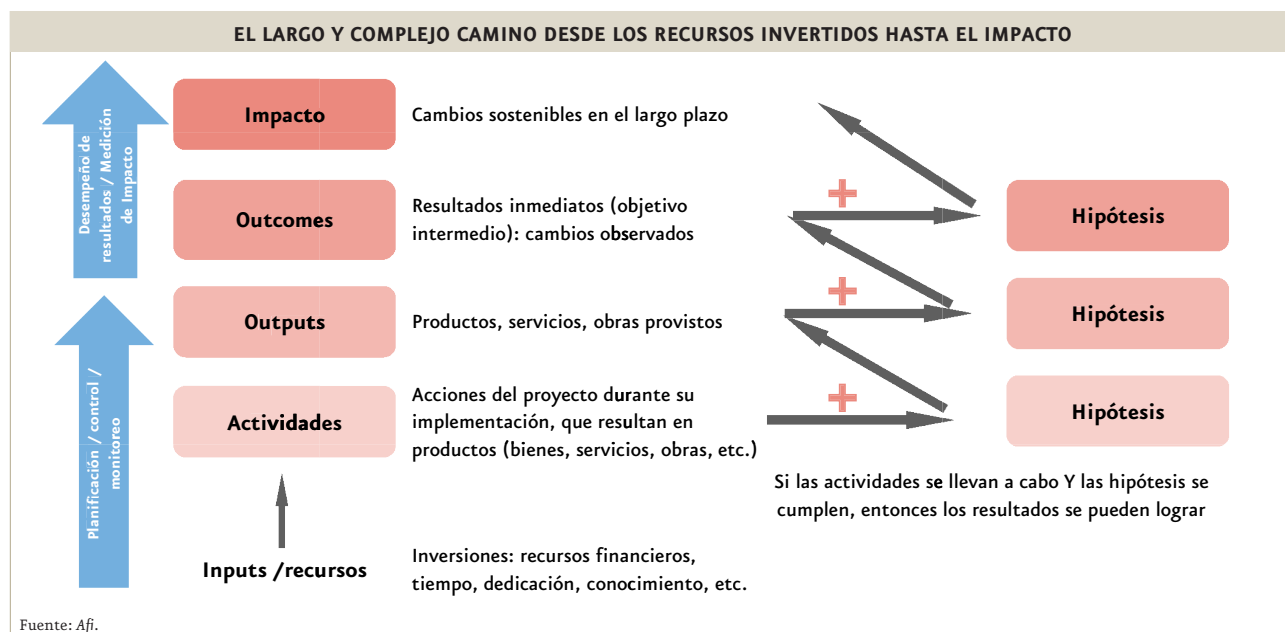
El punto de partida del proceso de planificación es el análisis de problemas, que conduce a la identificación de

objetivos lo que, finalmente, permite elegir las actividades más relevantes en términos de su contribución a la consecución de dichos objetivos, impactos en nuestro caso.



Una idea básica de este enfoque de trabajo, que comparte con la Teoría del Cambio, es que nunca debe comenzarse a hablar de lo que queremos hacer («actividades») sino del problema que necesita ser resuelto y de lo que se desea conseguir («objetivos»). Este es el quid de la cuestión en la búsqueda del impacto.

Ambos instrumentos (LFA y Teoría del Cambio) son muy complementarios: la Teoría de Cambio puede equipararse con la lógica vertical de la matriz de marco lógico –esquema en el que se estructura el razonamiento que subyace a este enfoque metodológico– mientras que, en su lógica horizontal, la matriz se convierte en un plan de monitoreo para medir el cumplimiento de cada uno de los elementos (desarrollo de las actividades, producción de outputs, consecución de outcomes o resultados) con una serie de indicadores y medios o fuentes de verificación.



MATRIZ DEL MARCO LÓGICO

2. LÓGICA HORIZONTAL

¿Cómo se mide el progreso del proyecto con respecto a sus objetivos?

1. LÓGICA VERTICAL (top-down)

¿Qué va a conseguir la intervención / inversión?

Objetivos & actividades	Indicadores	Medios / fuentes de verificación	Hipótesis
Objetivo (Impacto)			
Resultados (purpose)			
Outputs			
Actividades	Medios	Coste	

3. HIPÓTESIS

¿Qué hipótesis deben incluirse y cuáles son sus implicaciones?

Lo que debe cumplirse antes de que las actividades puedan comenzar

Precondiciones

Fuente: Afi.

Asimismo, la matriz del marco lógico permite visualizar de forma muy sencilla la relación existente entre los criterios de evaluación (eficiencia, eficacia, relevancia, impacto, sostenibilidad y adicionalidad, fundamentalmente) y la lógica vertical de la matriz.

EL ENFOQUE DEL MARCO LÓGICO Y LOS CRITERIOS DE EVALUACIÓN

Elementos de la intervención	Criterios de evaluación
Objetivo general	Sostenibilidad
Objetivo específico de la intervención	Impacto / Relevancia
Resultados	Eficacia
Actividades	Eficiencia
Recursos / Inputs	

Fuente: Afi.

GENERAR IMPACTO ES, EN DEFINITIVA, IDENTIFICAR Y RESOLVER PROBLEMAS

Tras el repaso teórico previo que tenía el propósito de presentar **herramientas para la correcta identificación, formulación, medición y, en definitiva, verificación del impacto** generado por las inversiones, concluimos con la presentación de otra **herramienta**

para la identificación de problemas que la inversión de impacto ha generalizado en su uso. De hecho, es un **mapa invertido de problemas (esto es, problemas transformados en objetivos)**, elaborado de forma conjunta por todos los países miembros de las Naciones Unidas, a los que todos ellos se comprometieron a resolver antes de 2030.

GRADO DE DESEMPEÑO EN LA CONSECUCCIÓN DE LOS ODS POR PARTE DE ESPAÑA (2019)



Fuente: Afi, a partir de Sachs, J., Schmidt-Traub, G., Kroll, C., Lafortune, G., Fuller, G. (2019): Sustainable Development Report 2019. New York: Bertelsmann Stiftung and Sustainable Development Solutions Network (SDSN).

Nos referimos a la Agenda de Desarrollo Sostenible 2030 que, habiendo analizado con profundidad los problemas globales a los que nos enfrentamos todas las sociedades del mundo, identifica 17 objetivos (y 169 metas, con muchísima precisión) a los que contribuir. En el caso de España, y en el año 2019, ninguno de los 17 ODS había sido alcanzado (ninguno se encuentra en color verde) y son mayoría los que indican que quedan muchos productos y servicios que transformar o inventar para atenderlos, y a los que los inversores de impacto estarán deseosos de contribuir ::

¹ OCDE (2010) Glosario de los principales términos sobre evaluación y gestión basada en resultados. Disponible en: <https://www.oecd.org/dac/evaluation/2754804.pdf>

La tecnología como impulsora de la inversión sostenible



La tecnología es un aliado indiscutible de la inversión sostenible de impacto. La aplicación de técnicas como la inteligencia artificial o el «big data» supondría un paso definitivo en su desarrollo, permitiendo conocer prácticamente en tiempo real el impacto positivo generado por una cartera de inversiones.

Claudia Antuña @claudia_anturub | Consultora de Afi Inversiones Globales, SGIIC

La inversión de impacto suele definirse como aquella inversión que persigue un doble retorno: el financiero y el sostenible. Y es que, lejos de la filantropía o de cualquier tipo de actividad sin ánimo de lucro, la inversión de impacto busca generar una rentabilidad económica positiva. No obstante, y aquí subyace la gran diferencia con la inversión tradicional, **este estilo de inversión condiciona dicha rentabilidad financiera a la generación de un retorno de carácter ambiental y/o social positivo.**

Una de las características más complejas de la inversión de impacto, por su dificultad de medición y trazabilidad, es la causalidad. Es decir, la relación entre la inversión realizada y el impacto generado. Por este motivo, la inversión de impacto tiene su origen en los activos no cotizados, los conocidos como activos ilíquidos o alternativos. Sin embargo, desde hace unos años y gracias a la expansión de la sostenibilidad en los mercados financieros y el creciente interés de los inversores hacia esta tipología de activos, cada vez existen más estrategias líquidas con las que se puede generar un impacto positivo.

No obstante, e independientemente de que se trate de inversiones cotizadas o no cotizadas, **la principal exigencia de esta tipología de inversión es que dicho impacto sea me-**

dible y cuantificable para así poder garantizar que los objetivos de impacto establecidos se cumplen en tiempo y forma.

Tradicionalmente la inversión de impacto ha estado sesgada hacia el terreno medioambiental. En primer lugar, por la urgencia e inmediatez que exige la lucha contra el Cambio Climático, y, en segundo lugar, por su carácter más «científico», lo cual facilita su seguimiento y control. Sin embargo, la inversión de impacto social ha ido ganando un creciente protagonismo en los últimos años. Una gran aportación a este avance han sido los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) impulsados por las Naciones Unidas en 2015, que han permitido aterrizar en metas concretas todas aquellas acciones que podemos considerar como socialmente positivas, y, en consecuencia, medir como impacto positivo.

La actual crisis sanitaria provocada por la pandemia de la COVID-19 también ha incrementado la sensibilidad de los inversores por este tipo de cuestiones, pero no sólo eso, también ha puesto de manifiesto el papel tan relevante que muchos sectores e industrias desempeñan en el progreso y desarrollo de las economías y sociedades. La **tecnología**, esa destreza que aplica de manera lógica un conjunto de conocimientos y técnicas para dar solución a un problema, ha

METAS DE LOS ODS CON REFERENCIAS EXPLÍCITAS A LA CONTRIBUCIÓN ESPERADA DE LAS TECNOLOGÍAS



1.4. Para 2030, garantizar que todos los hombres y mujeres, en particular los pobres y los más vulnerables, tengan los mismos derechos a los recursos económicos, así como acceso a los servicios básicos, la propiedad y el control de las tierras y otros bienes, la herencia, los recursos naturales, las **nuevas tecnologías** y los servicios económicos, incluida la microfinanciación.



2.a. Aumentar las inversiones, incluso mediante una mayor cooperación internacional, en la infraestructura rural, la investigación agrícola y los servicios de extensión, el **desarrollo tecnológico** y los bancos de genes de plantas y ganado a fin de mejorar la capacidad de producción agrícola en los países en desarrollo, en particular en los países menos adelantados.



5.6.b. Mejorar el uso de la **tecnología instrumental**, en particular la **tecnología de la información** y las comunicaciones, para promover el empoderamiento de las mujeres.



6.5.a. De aquí a 2030, ampliar la cooperación internacional y el apoyo prestado a los países en desarrollo para la creación de capacidad en actividades y programas relativos al agua y el saneamiento, como los de captación de agua, desalinización, uso eficiente de los recursos hídricos, tratamiento de aguas residuales, reciclado y **tecnologías de reutilización**.



7.3.a. De aquí a 2030, aumentar la cooperación internacional para facilitar el acceso a la investigación y la **tecnología** relativas a la energía limpia, incluidas las fuentes renovables, la eficiencia energética y las **tecnologías avanzadas** y

menos contaminantes de combustibles fósiles, y promover la inversión en infraestructura energética y tecnologías limpias.



8.2. Lograr niveles más elevados de productividad económica mediante la diversificación, la **modernización tecnológica** y la innovación, entre otras cosas centrándose en los sectores con gran valor añadido y un uso intensivo de la mano de obra.



9. Para conseguir una economía robusta se necesitan inversiones en infraestructura (transporte, regadío, energía, **tecnología de la información** y las comunicaciones). Estas son fundamentales para lograr un desarrollo sostenible, empoderar a las sociedades de numerosos países, fomentar una mayor estabilidad social y conseguir ciudades más resistentes al cambio climático.



12.8.a. Ayudar a los países en desarrollo a fortalecer su **capacidad** científica y **tecnológica** para avanzar hacia modalidades de consumo y producción más sostenibles.



17. Se necesita una acción urgente para movilizar, redirigir y desbloquear el poder transformador de billones de dólares de los recursos privados para cumplir con los objetivos del desarrollo sostenible. Inversiones a largo plazo, incluida la inversión extranjera directa, son necesarias en sectores críticos, especialmente en los países en desarrollo. Estas incluyen la energía sostenible, la infraestructura y el transporte, así como las **tecnologías de la información** y las comunicaciones.

Fuente: Afi, a partir de ONU.

tenido un papel protagonista, y es que esta ciencia ha sido más necesaria que nunca durante los últimos meses.

El vínculo entre tecnología y sostenibilidad es tal que el acceso y la democratización de las nuevas tecnologías ya constituyen un objetivo de sostenibilidad per se. Y así lo expresa la meta 1.4. de los ODS: «Para 2030, garantizar que todos los hombres y mujeres, en particular los pobres y los más vulnerables, tengan los mismos derechos a los recursos económicos, así como acceso a los servicios básicos, la propiedad y el control de las tierras y otros bienes, la herencia, los recursos naturales, las nuevas tecnologías y los servicios económicos, incluida la microfinanciación.»

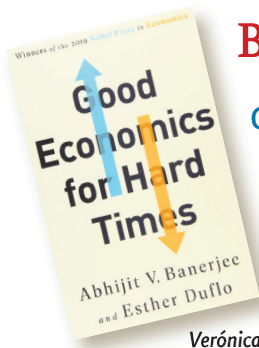
Sin embargo, la relación entre tecnología, sostenibilidad e impacto positivo va mucho más allá: la innovación tecnológica y todas aquellas herramientas que ésta nos brinda sirven como palanca de cambio para poner en marcha y permitir progresar muchos de los objetivos de sostenibilidad perseguidos, tal y como demuestra la tabla anterior.

Uno de los requisitos que exige la inversión sostenible es que la consecución de un impacto positivo no suponga el agravio de otras cuestiones que afecten al medioambiente o a la sociedad. Es decir, **el fin ya no justifica los medios**, y el principio de «no dañar» se impone en la inversión sostenible. Para este fin, la tecnología aplicada a través de la *ciencia de los datos* cobra especial protagonismo. Y es que a través de agregadores de datos masivos, actualmente somos capa-

ces de conocer el número de toneladas de emisiones de CO₂ de una compañía derivados del gasto energético de su actividad, y, por lo tanto, podemos conocer y medir el impacto adverso que dicha actividad genera.

Por otro lado, uno de los principales desafíos que enfrenta la inversión de impacto es la medición del mismo de manera conjunta para un elevado número de inversiones. Esto se debe a que los datos en relación a cuestiones extrafinancieras que generan las compañías son aún muy diversos y heterogéneos, lo cual dificulta su comparación y agregación de manera automática. Por este motivo, la aplicación de técnicas como la **inteligencia artificial** o el **big data** que permitan subsanar esta deficiencia, supondría un paso definitivo en el desarrollo de la inversión sostenible, permitiendo conocer prácticamente en tiempo real el impacto positivo generado por una cartera de inversiones. Además, la utilización de estas herramientas implicaría poder generar **modelos de predicción** avanzados que establezcan metas sostenibles mucho más acotadas para un determinado horizonte temporal. Así resultaría más sencillo y eficiente el correcto seguimiento del cumplimiento de los objetivos marcados y la aplicación de medidas correctoras en caso de incumplimiento.

En definitiva, la tecnología cobra de nuevo un **papel fundamental** en el desarrollo de la economía y de la sociedad, y se presenta como aliado indiscutible de la inversión sostenible de impacto ::



Buena economía para tiempos difíciles

GOOD ECONOMICS FOR HARD TIMES

Abhijit V. Banerjee y Esther Duflo, Premios Nobel de Economía en 2019

Verónica López reseña el último libro publicado por dos de los tres galardonados con el Premio Nobel de Economía en su edición de 2019, en el que aportan su visión acerca de los retos que en la actualidad enfrenta esta disciplina de las ciencias sociales en su labor de guiar a los *policy makers* en la resolución de los problemas que enfrentan las sociedades y economías del siglo XXI.

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

Esther Duflo y Abhijit V. Banerjee debutaron en su faceta de divulgadores «a gran escala» de la Economía de la pobreza o Economía del desarrollo con su libro «*Poor Economics: A Radical Rethinking of the Way to Fight Global Poverty* (2011)». Con *Poor Economics*, centrado en países en desarrollo y emergentes, fijaron en la mente de sus lectores tres conceptos que subyacen de forma transversal al hecho constatado de que las políticas e intervenciones de lucha contra la pobreza son a menudo ineficaces, esto es, que no consiguen los resultados previstos. **La ignorancia, la inercia y la ideología** de quienes están llamados a diseñarlas, financiarlas, ejecutarlas, revisarlas y evaluarlas actúan como auténticos boicoteadores —más o menos conscientes— de las políticas públicas.

«*Good Economics for Hard Times*» —cuya publicación fue prácticamente simultánea a la decisión de la Real Academia de las Ciencias de Suecia de acreditarles con el Premio Nobel de Economía junto a Michael Kremer—, extiende el radio de acción de los análisis recogidos en *Poor Economics* a países en desarrollo, dotando de mayor universalidad a los planteamientos.

El libro es una suerte de respuesta al enorme déficit de confianza que tanto los economistas como la propia disciplina de Economía enfrentan en la actualidad. Los autores consideran que **la credibilidad de la conversación en torno a las políticas públicas ha tocado fondo** en un momento (aún pre-COVID19, pero perfectamente extensible al actual) en el que los retos económicos que enfrenta la humanidad son innumerables. Esa falta de credibilidad no nos la podemos permitir.

Parte del deterioro de la credibilidad es fruto, en opinión de los autores, de la normalización en el discurso político (que no de la *policy*), de la práctica de emitir afirmaciones sin estar acompañadas de explicaciones detalladas, comprensibles, auditables y, por supuesto, de las correspondientes advertencias. Esto es, que las decisiones se sustenten en evidencia, que no oculten riesgos (directos e indirectos) ni beneficiarios.

Abogan por la **necesaria desmitificación de muchos de los temas que en los últimos años han condicionado de forma artificial la agenda política** y con ella, incluso el lenguaje, el tono y el fondo de las conversaciones. Se refieren a aspectos tan relevantes para el bienestar global, nacional y local y, por tanto, tan necesarios como la migración, por poner un ejemplo de actualidad, sometida a una desvirtuación y una polarización generalizadas.

Reiteran, asimismo, que el crecimiento económico, más aún cuando sigue siendo el PIB la prácticamente única métrica a la que todos los países aspiran ver crecer de forma sostenida, no es un fin sino un medio, y solo si este crecimiento genera empleo, eleva salarios o dota a los presupuestos públicos de recursos suficientes para incrementar su capacidad redistributiva. Esta visión defiende que **el objetivo último de los gobiernos debe ser el de elevar la calidad de vida del ciudadano medio, y especialmente de aquel que se encuentra en peor situación, y no solo a través del consumo**. Y no parece que sea una tesis exclusiva del ámbito teórico: Nueva Zelanda es el primer país que ha renunciado a tener al PIB como referencia de prosperidad y bienestar, y ha presentado para el año 2021 (el año fiscal en aquél país arranca el 1 de julio) el que su primera ministra ha llamado «el primer presupuesto de bienestar», que prioriza la mejora en la calidad de vida frente a los indicadores económicos.

Desafían con respeto muchas de las teorías de anteriores premios Nobel de Economía haciendo «doble-clic» en fundamentos, tesis, resultados y conclusiones que desde la perspectiva de los autores adolecen de obviar las transiciones en sus modelos que a menudo impiden que los resultados se materialicen. Y es que **las transiciones son fruto de lo que denominan la «Sticky Economy», presente en todos los mercados, y que impide una adecuada asignación de recursos** o un fluir de los mismos tal como estiman los modelos económicos. En este caso, el comercio internacional es el protagonista de muchas de las evidencias que acompañan las afirmaciones de los autores, con derivadas en el mercado laboral, política industrial, de innovación, mercado hipotecario, competencia y un sinfín de ámbitos *core*.

Aportan respuestas más que rotundas a preguntas que hoy más que nunca están presente en los debates de políticas públicas (renta básica universal, impuesto a la riqueza o patrimonio, impuesto al carbón, políticas de empleo) diferenciando con claridad que las realidades y el contexto de los países —en función de su grado de desarrollo— condicionan el «cómo», si bien comparten un elemento en común: **ha de primar la dignidad de las personas, a menudo menospreciada por cómo muchas políticas sociales están diseñadas** ::

Información y conocimiento para tiempos de incertidumbre



De manera excepcional, y fiel al compromiso de Afi con la difusión del conocimiento, nuestras puertas han estado, si cabe, un poco más abiertas durante las últimas semanas con la celebración en abierto de la última Jornada de Análisis Económico y de Mercados.

Moisés Rubín de Célix | Responsable de Comunicación de Afi

La crisis de la COVID-19 ha instalado una coyuntura económica dominada por la **incertidumbre** y la **volatilidad** en la que la **información** y el **análisis** se hacen vitales para la toma de decisiones en las organizaciones; ya sean empresas, administraciones públicas, inversores, gestores o incluso familias.

En este contexto, y en ejercicio de dos valores que caracterizan a Afi, como son la formación y la difusión de conocimiento, la compañía ha hecho un esfuerzo significativo orientado a arrojar un poco de luz a este escenario. Lo ha hecho mediante la difusión de contenidos de diversa índole, tales como materiales, píldoras de vídeo, cursos gratuitos y, en última instancia, con la apertura al públi-

co, de manera excepcional, de la última **Jornada de Análisis Económico y de Mercados** celebrada el pasado martes 5 de mayo.

Las Jornadas de Análisis Económico y de Mercados, organizadas con carácter bianual durante los últimos veinte años, tienen como objetivo invitar a la reflexión y al debate sobre la coyuntura económica y la evolución de los mercados financieros a nuestros clientes y a los alumnos de Afi Escuela de Finanzas. En esta ocasión el evento, moderado por **Mónica Guardado**, socia directora de Afi Escuela de Finanzas, **fue retransmitido en abierto** y se dividió en dos bloques. El primero de ellos, destinado a analizar la coyuntura económica, contó con las

intervenciones de **Emilio Ontiveros**, presidente de Afi; y **Gonzalo García**, director de economía, área de Análisis Económico y de Mercados. Por su parte, las ponencias del segundo bloque, dedicadas al seguimiento de los mercados de valores de renta fija y renta variable corrieron a cargo de **José Manuel Amor**, socio director del área de Análisis Económico y de Mercados; y **Rui da Mota**, consultor del área de Análisis Económico y de Mercados. Para concluir este segundo apartado, **Ángel Berges**, vicepresidente de Afi, realizó una intervención destinada a analizar las repercusiones de la crisis de la COVID-19 en el sector bancario y las particularidades derivadas de su papel en la misma.

Durante su intervención, **Emilio Ontiveros**, presidente de Afi, hizo un análisis de la coyuntura económica definiendo el marco global del posterior análisis. En su opinión, estamos ante la crisis **más compleja y severa** desde la Gran Depresión. Una crisis que combina los peores atributos: una perturbación de la oferta sin precedentes, un desplome de la demanda, una dislocación en el paradigma de las dinámicas de la globalización como son las cadenas de valor transnacionales y una pérdida enorme de riqueza financiera. Además, vaticinó que la eurozona será el bloque más afectado económicamente, aunque, en esta ocasión, la reacción del Banco Central Europeo haya sido más rápida y acertada que en 2008.

Por su parte, **Gonzalo García**, director de economía del área de Análisis Económico y de Mercados, particularizó el análisis en la economía española. En línea con algunas de las reflexiones vertidas anteriormente por Emilio Ontiveros, subrayó el impacto diferencial de esta crisis para la economía española debido a su elevada exposición por su estructura sectorial, la temporalidad y el estado de las finanzas públicas. En su opinión, la pandemia traerá consigo una reestructuración sectorial que hará necesaria una reasignación de trabajo y capital que no será sencilla.

En la apertura del segundo bloque, dedicado al análisis de los mercados financieros, **José Manuel Amor**, socio director del área de Análisis Económico y de Mercados, explicó cómo los niveles deuda soberana sobre el PIB y el déficit público van a experimentar un incremento muy significativo, partiendo estos además de una situación peor que la de 2008. En este sentido, hizo especial énfasis en la importancia de la estrategia del Banco Central Europeo como comprador marginal de última instancia para evitar que se produzca una desestabilización de los mercados de deuda como ya ocurriera en 2010 y 2012.

En lo que respecta al análisis del mercado de renta variable, **Rui da Mota**, consultor del área de Análisis Económico y de Mercados, subrayó la enorme corrección sufrida por los mercados acontecida en el mes de marzo. Así, afirmó que la crisis de la COVID-19 ha provocado una de las caídas en bolsa más rápidas de la historia, en torno al 35% en un mes, seguida, eso sí, de una recuperación especialmente observable en el mercado norteamericano.

Para concluir la jornada, **Ángel Berges**, vicepresidente de Afi, centró su intervención en el análisis de las repercusiones de la crisis en el sector bancario, un sector clave por su peso en la economía y por ser el canal de transmisión principal de la mayoría de ayudas de estímulo económico puestas en marcha por los Estados. En este sentido, destacó que la pandemia se trata de una crisis sobreenvenida que no se contemplaba en los mapas de riesgo del Banco Central Europeo y puso en valor el ejercicio de anticipación realizado por las entidades a la hora de aumentar sustancialmente sus provisiones en el primer trimestre de 2020.

Cabe destacar la **gran acogida** que tuvo la jornada, con unas cifras de asistencia cercanas al millar de conexiones y una elevada participación de los asistentes a través del turno de preguntas. Prueba, todo ello, de la importancia de la información y el conocimiento en tiempos de incertidumbre ::



«La crisis ha supuesto una reconfiguración radical de los hábitos del consumidor. La recuperación precisa de unas altas dosis de confianza y de vuelta a la rutina diaria. El marketing puede contribuir a esa necesaria transición a través de un estudio detallado de los cambios en la percepción de los atributos del producto»

La recuperación y los atributos del producto

Los expertos en marketing suelen distinguir entre atributos de producto funcionales, sociales, y expresivos. A medida que aumenta el poder adquisitivo del consumidor y sus valores culturales se alejan de lo tradicional, se tienen que **recalcar más los aspectos sociales y expresivos** que los puramente funcionales. Ahora bien, ¿qué ocurre durante una crisis? ¿Gravitan los consumidores más hacia los aspectos funcionales? ¿Y durante la recuperación?

Los atributos funcionales del bien o del servicio se refieren a las **características técnicas del mismo** y a los **beneficios tangibles** que le trae al consumidor. Por ejemplo, a la hora de comprar uno u otro teléfono móvil, el consumidor suele fijarse en las prestaciones técnicas del mismo, incluyendo la capacidad de memoria, la duración de la batería o el tamaño de la pantalla, entre muchos otros aspectos. Dado que durante una crisis el consumidor tiene que pensar más detenidamente sobre la relación coste-beneficio, **los atributos funcionales suelen adquirir más relevancia**. Pero también ocurre con frecuencia que una crisis **trastoca los patrones de consumo** hasta el punto que los atributos sociales—en función de la conducta del círculo social del consumidor—o los expresivos **adquieren más relevancia**.

La crisis inducida por el coronavirus puede ser distinta, entre otras razones porque una enfermedad infecciosa **despierta todo tipo de temores**. Es por ello que esta crisis seguramente hará más importantes ciertos atributos específicos dentro de cada una de las tres categorías clásicas. Así, entre los atributos funcionales, la seguridad personal adquirirá más relieve tanto durante la crisis como la recuperación. Las empresas pueden

posicionarse mejor en el mercado si recalcan los aspectos de seguridad personal asociados con sus productos y sus marcas. Por ejemplo, para los artículos de cuidado personal toda la problemática del origen de los ingredientes que forman parte del producto final cobrará una importancia enorme.

Dentro de los atributos sociales todo lo relacionado con la experiencia asociada al bien o al servicio serán fundamentales. El confinamiento y el distanciamiento social son experiencias nuevas para la inmensa mayoría de los consumidores, quienes **verán sus decisiones de comprar a través de sus experiencias durante esta pandemia**, sobre todo en términos del mantenimiento de sus redes de contactos sociales.

En cuanto a los atributos expresivos, el efecto de esta pandemia se manifestará sobre todo en términos de **bienestar y confort psicológico**. El confinamiento supone una experiencia que marca un antes y un después, y muchos consumidores se encuentran en estos momentos de tímida apertura económica y social en una situación de desorientación dadas las muchas incógnitas sobre cómo será la vida laboral, familiar y social en el futuro inmediato.

Las empresas, por tanto, deberán recalibrar el posicionamiento de sus marcas en la mente del consumidor para afianzar los atributos de seguridad, experiencia y confort. La crisis ha supuesto una reconfiguración radical de los hábitos del consumidor. La recuperación precisa de unas altas dosis de confianza y de vuelta a la rutina diaria. El **marketing** puede contribuir a esa **necesaria transición** a través de un estudio detallado de los **cambios en la percepción de los atributos del producto** ::

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



«Tras el buen comportamiento del mercado subyacen tres factores que se retroalimentan entre sí: la positiva evolución de la pandemia, la introducción de estímulos y la expectativa de que, en la carrera electoral en Estados Unidos, haya propuestas de mayor estímulo fiscal»

Desescalada en los mercados

El mensaje que emiten los mercados durante el mes de mayo debe calificarse de **muy positivo**, y destierra de forma notable los temores a que a la crisis sanitaria y económica se añada un descalabro financiero que postergue la recuperación. Sin estar, como se dice en el mercado, «fuera del bosque» (out of the woods), la percepción general es de **mejoría clara**.

El mantenimiento en mínimos de los tipos de interés reales a largo plazo de las curvas estadounidense y alemana no debe llevarnos a engaño. Es una señal positiva en tanto que las moderadas alzas de tipos nominales vienen de la mano de la salida de mínimos de la compensación por inflación demandada por el mercado, o *breakeven*. Este movimiento es el natural en fases de recuperación de expectativas cíclicas, y convive por lo general con un alza en el precio de las materias primas, el activo cíclico por excelencia. La permanencia de tipos de interés reales en mínimos está garantizada por una política monetaria de laxitud sin precedentes, y que se mantendrá muy acomodaticia en el horizonte previsible.

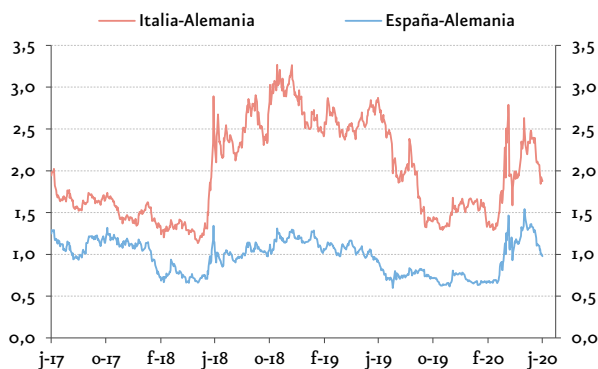
No es de extrañar, por tanto, que la renta variable acumule revalorizaciones mensuales de entre el tres y el cinco por ciento en la mayoría de índices desarrollados. Y aunque las alzas si-

guen lideradas por la tecnología y otros sectores de crecimiento, encontramos motivo adicional para el optimismo en la recuperación diferencial, desde mediados de mes, de sectores muy castigados por el hundimiento económico que ha traído consigo la pandemia. Es el ejemplo de la banca europea y los valores de ocio y viajes, que desde mediados de mayo acumulan revalorizaciones de entre el 9 y el 13 por ciento frente al 6,7 por ciento del índice. Aunque es pronto para hablar de una rotación hacia sectores de estilo *value* y cíclicos, es una muy buena señal.

En renta fija, tres movimientos dan cuenta de la mejoría de sentimiento del mercado. Dos de ellos en el mercado de crédito: por un lado, la intensa recuperación del segmento *high yield* en dólares con rating CCC e inferior –la peor calidad crediticia– que acumula un 6% en el mes, el mayor retorno mensual en 5 años. Por otro lado, el mejor comportamiento relativo de la deuda contingente convertible bancaria (los denominados CoCo) en euros, que supera el retorno del segmento de *high yield* corporativo en esta divisa. El tercer movimiento relevante se corresponde con la **deuda periférica** del área euro, donde el **estrechamiento de la prima de riesgo** de la deuda italiana a 10 años ha sido el mayor desde 2013 (más de 50 puntos básicos). La deuda

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

Prima de riesgo de la deuda pública española e italiana al plazo de 10 años (puntos básicos)



Fuente: Afi, Bloomberg.

española se contagiaba y reducía su diferencial frente a la deuda alemana por debajo de los 100 puntos básicos. Más relevante en un entorno en el que hay que financiar ingentes cantidades de deuda es que la TIR del bono a 10 años se haya vuelto a situar en el entorno del 0,5%, a un paso de los mínimos de marzo y no lejos de los niveles «normalizados» de diciembre pasado. La tranquilidad, por ahora, vuelve a instalarse en los mercados de deuda soberana del área euro.

Junto con la menor aversión global al riesgo, la reducción del riesgo percibido en Europa son las causas principales de la depreciación (casi) generalizada del dólar, que se deja un 2,5% desde los máximos de mediados de mayo, y alcanza los 1,11 dólares en su cruce con el euro. Y decimos que casi, pues la principal excepción es el cruce con el yuan chino, que en el mes se deprecia más de un 1% y flirtea con los mínimos de septiembre de 2019 (7,17 yuanes por dólar), acusando la vuelta de las tensiones geopolíticas entre ambas potencias. Un factor clave a tener en cuenta en adelante.

Tras este buen comportamiento de mercado subyacen tres factores que se retroalimentan entre sí. Por un lado, la **positiva evolución de la pandemia**, factor fundamental, y de la vuelta de señales de vida en la economía (los indicadores de alta frecuencia basados en movilidad y pagos en TPV) gracias a la gradual reducción del rigor del confinamiento. En paralelo, la **introducción de estímulos** no cesa: a finales de mes Japón anunciaba un fuerte paquete de gasto e inversión adicional, al tiempo que la propuesta de fondo de recuperación de la CE (bautizada como *Generation Next EU*) se configura como un muy buen punto de partida para encontrar un consenso de aquí al Consejo Europeo de julio. Finalmente, crece la expectativa de que, en la carrera electoral en Estados Unidos, haya propuestas de mayor **estímulo fiscal** por parte de ambos contendientes. Podría decirse que los astros se han alineado durante el mes de mayo para configurar un entorno muy positivo para el mercado.

A la luz de estos acontecimientos, consideramos que está justificado un ligero aumento del perfil de riesgo de nuestra cartera recomendada o *asset allocation*. La reducción de liquidez y una mínima toma de beneficios en deuda soberana italiana y española se acompaña de una mayor apuesta por la continuidad del buen comportamiento del crédito corporativo. El éxito de este posicionamiento, que aún no se extiende a la renta variable por su exigente valoración, dependerá de que se mantenga el círculo virtuoso entre pandemia, reapertura económica y mayores estímulos. Y también de que la tensión geopolítica no irrumpa de nuevo con fuerza. En este último punto, nuestro escenario es de contención, pues creemos que ni a Xi ni a Trump les conviene en estos momentos volver a situar la tensión e incertidumbre en niveles de 2019 ::



«Aunque el cambio no se puede producir sin los hombres, el gran impulso tiene que venir motivado por las mujeres, sobre todo por esa minoría que ha llegado arriba y que tiene que apoyar para que otras mujeres también lleguen»

«La niña sin miedo»

Con motivo del día internacional de la mujer, hace 3 años, la ciudad de Nueva York veía aparecer una estatua de bronce de 1,30 cm y 110 kgs de peso, de una niña que le plantaba cara al toro (bull) de Wall Street, imagen que se convirtió en un **símbolo del empoderamiento femenino**.



Foto de Volkan Furuncu—Anadolu Agency/Getty Images.

Detrás de aquella estatua había una campaña de una de las principales compañías norteamericanas de gestión de activos, State Street Global Advisors (SSGA) que quería promover la creación de un índice de inversión siguiendo criterios ESG, en los que se tenía muy en cuenta la **presencia de las mujeres en los cuadros directivos** de las empresas a la hora de tomar posiciones en estas compañías o recomendar invertir en ellas. Un activismo inversor que ha dado sus frutos y que, desde su nacimiento, ha conseguido que el porcentaje de mujeres en posiciones directivas y en los consejos de administración de las empresas del Índice bursátil Russell 3000 haya experimentado notables avances.

Y es que, según un estudio del Fondo Monetario Internacional (FMI), tener una mujer más en la alta gerencia o en el consejo directivo de una empresa—sin cambiar el tamaño de dicho órgano— **eleva entre 8 y 13 puntos básicos el rendimiento de los activos**. Contar con

mujeres en los órganos de gobierno de las compañías lleva a tomar mejores decisiones sobre todo en momentos de incertidumbre, dado que la diversidad y complementariedad de opiniones enriquecen el análisis y la adopción de medidas.

Si esto es así, ¿por qué todavía hay empresas que siguen sin adoptar estas prácticas recomendables de diversidad de género en sus cuadros directivos?

Según un estudio elaborado por el FMI, los principales obstáculos son dos. El primero, que las prácticas actuales para designar los cargos directivos son **absolutamente endogámicas**: hombres designan a otros hombres. El segundo radica en las actitudes sesgadas que siguen subestimando la contribución de las mujeres, es decir, hombres que **no se creen que la diversidad de género genera mayor riqueza para el accionista y disminuye la volatilidad de los resultados**.

Esto me lleva a pensar que, aunque el cambio no se puede producir sin los hombres, el gran impulso tiene que venir **motivado por las mujeres**, sobre todo por esa minoría que ha llegado arriba y que tiene que apoyar para que otras mujeres también lleguen. Todas tenemos la gran responsabilidad de cambiar al menos el entorno que tenemos alrededor, si es que dicho entorno no está en línea con el objetivo 5 de los ODS: la igualdad de género. Si una niña de bronce puede hacer que las cosas cambien, yo creo que las demás también.

*¡Cada día más orgullosa de las
#mujeresquetransforman! ::*

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



«La voz inglesa encounters no significa «encuentros» a secas, sino «tropiezos», que son encuentros accidentados o peligrosos»

Encuentros en la Tercera Fase

La genial película de Spielberg (estrenada en 1977), de cuya versión española tomo prestado el título para esta tribuna, narraba las peripecias de un electricista y sus familiares y amigos en medio de una secreta connivencia militar y científica con extraterrestres. Su título en inglés era *Close Encounters of the Third Type*, que podría traducirse literalmente como «Tropiezos [estrechos] de tipo tres», naturalmente incomprensible, como toda traducción literal de cualquier título inteligente de una película americana. Pero tomo prestados algunos términos de cada versión –«tropiezos» y «tercera fase»– para armar esta tribuna.

Quiero referirme –la COVID-19 sigue mandando– a la desescalada en clave rural. La voz inglesa encounters no significa «encuentros» a secas, sino «tropiezos», que son encuentros accidentados o peligrosos. Y lo de la «tercera fase» ya se lo imaginan. Porque, en el **mundo rural**, que está a un gradiente radicalmente amplio con el mundo urbano en todos los sentidos (buenos y malos), la apertura hacia la «fase 3» del desconfinamiento puede provocar más de un tropiezo.

El marco general en el que se va a regular esta interacción es el que diseña la **enorme distancia** que separa la mentalidad de los agentes a ambos lados de la divisoria territorial (imaginaria, como tantas, pero efficacísima), la

dotación de recursos en cada campo y la funcionalidad que finalmente adquiera el que se prevé como un fluir a borbotones desde «la ciudad al campo». No utilizo la expresión «el campo» de manera peyorativa, naturalmente, al menos no tan peyorativamente como utilizaría, en caso de hacerlo para ambos casos, la expresión «la ciudad».

Es decir, que está por ver cómo resulta el encontronazo que puede producirse este verano entre las hordas urbanas sedientas de naturaleza y los sufridos habitantes de los pueblos despoblados. Todos esperan que se trate de una verdadera invasión, mucho más allá del habitual retorno veraniego de las diásporas lugareñas más que habituadas a estos movimientos discretos familiares y cercanos (estos sí, de verdad) de todos los años.

Pero este año va a ser diferente. Y no tiene por qué ser malo. No va a haber extraterrestres (o sí, ya se verá) conchabados con los militares y científicos, ni electricistas aficionados a los OVNI, sino **masas de familias deseosas de escapar de sus jaulas urbanas** en las que han estado confinados durante meses, con planes más o menos elaborados y, sobre todo, con expectativas para los diferentes integrantes, desde los papás teletrabajadores hasta los incontenibles niños pasando por adolescentes deseosos de calmar su ansiedad tras una vida tan tranquila en casa.

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

Ya hay municipios descontando este tipo de afluencias y preparándose para «los encuentros en la tercera fase». Se trata de acoger a familias que quizá nunca habían experimentado unas vacaciones tan atípicas. Ofreciéndoles alojamientos, durante meses quizá, para toda la familia; espacios de coworking para sus miembros teletrabajadores, campamentos de día para los niños (como mecanismo de conciliación) e, incluso, abonos para el consumo o las compras en establecimientos locales (bares y restaurantes, comercios).

La anterior es una funcionalidad básica, pero esencial para el buen orden de la familia cuando el «veraneo» consiste en pasar ratos de ocio, de trabajo, de atención a la familia y su logística en un ambiente rural. Pero hay una funcionalidad añadida que no se puede ignorar. Esta tiene que ver con las **precauciones que todavía va a imponer la COVID-19** y que ni siquiera en entornos habituados a las distancias físicas y sociales, como son los rurales, deberán descuidarse. Especialmente en estos lugares.

No tanto en la vivienda familiar, sino en los campamentos de verano, lugares de co-working (dependencias municipales u otros locales habilitados) y

otros establecimientos públicos, la observancia de las reglas de distancia social deberá ser muy estricta. Puede, también, que en algunos municipios se recuperen manifestaciones festivas o romerías y jornadas populares con motivo de la afluencia de veraneantes que se espera. Quién sabe si los estruendosos camiones-discoteca harán también su aparición. No tendrán, desde luego, las cautelas que se veían en las últimas escenas de la película de Spielberg cuando el *encounter* con los extraterrestres era ya inminente, ni habrá en cada manifestación de las aludidas un cuerpo de *rangers* o forestales pertrechados con mangueras para evitar tropiezos entre los comparecientes.

El mero hecho de que ya estemos explorando y poniendo en práctica ideas para **la reconstrucción en el mundo rural es novedoso y esperanzador**, después de las carencias que se han constatado en esta crisis. Siempre desde abajo, siempre tratando de persuadir a los habitantes de las ciudades de la oferta **diferencial tan espectacular** que puede encontrarse en la vida en estos territorios. Hagamos que, en la tercera fase, los encuentros entre los dos mundos sean **felices y productivos**, de forma que **todos ganemos**. Sin tropiezos ::



«Los elevados niveles de deuda, además de perseguirnos durante mucho tiempo, constituirán una seria amenaza en la transición a una normalización cada día más complicada»

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

El día después: endeudados

Comprometí en la anterior columna que a partir de esta iniciaría una serie en la que trataría de identificar tendencias que dominarán la transición al «día después», al escenario más cercano a lo que podría llegar a ser la normalización de la actividad económica. No es fácil porque, como anticipaba el mes pasado, no habrá una normalización al uso. Pero sí es posible poner sobre la mesa algunas realidades que, aun cuando ya estuvieran insinuadas antes de la pandemia, condicionarán la evolución de las economías en los próximos años, como si se tratara de legados con desigual carga. Uno de ellos es el **elevado endeudamiento público y privado**: la deuda mundial se ha duplicado en los últimos 15 años, hasta alcanzar unos 240 billones, el 320% del PIB global. Esos niveles de deuda, además de perseguirnos durante mucho tiempo, constituirán una **seria amenaza** en la transición a una normalización cada día más complicada.

No es precisamente nuevo, sino que constituye una de las secuelas más explícitas que dejó la crisis anterior. Acelerar la superación de la Gran Recesión exigió políticas monetarias excepcionalmente laxas que determinaron niveles de endeudamiento público y privado sin precedentes. En consecuencia, la vulnerabilidad a perturbaciones financieras ya era elevada cuando concluía el pasado año. En plena digestión

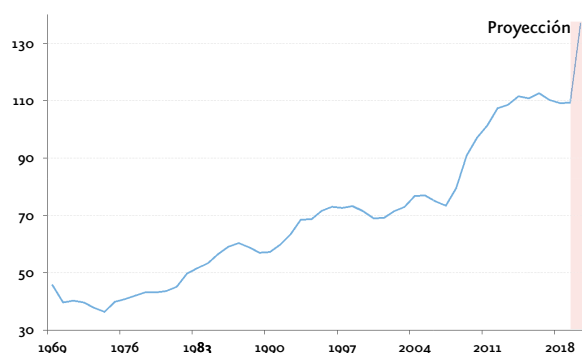
de esos excesos emergió la COVID-19 con unas consecuencias económicas mucho más severas que las de la crisis de 2008. Los déficits públicos han ascendido a ritmos sin precedentes y con ellos la deuda pública. Por su lado, las respuestas de política monetaria han sido incluso más agresivas que las anteriores, especialmente en el seno de la eurozona. Los costes de financiación en mínimos históricos están permitiendo la financiación de la recuperación, pero también la reestructuración financiera de las empresas, en muchos casos elevando el grado de apalancamiento, también hasta niveles desconocidos.

Todo ello añade una notable vulnerabilidad al proceso de recuperación y a la necesaria reconstrucción a partir del día después. La escena financiera pasa a ser bastante más peligrosa. La preocupación por la **sostenibilidad de la deuda** y la sensibilidad a episodios de inestabilidad financiera en cualquier lugar del mundo es ahora mucho mayor. Conviene revisar, en consecuencia, las piezas principales de ese paisaje con el que nos encontraremos en esa transición al día después.

1. Endeudamiento público. También para las finanzas públicas esta crisis será peor que la anterior. Entonces la deuda pública aumentó en las economías de la OCDE en 28 puntos porcentuales de PIB. Ahora, los desplomes en la recaudación tributaria y el ascenso en

El coronavirus empeora el endeudamiento de los países

Deuda pública en los países de la OCDE (% PIB)



Fuente: OCDE, FT.

muchas partidas de gasto público ya han situado los **déficits en máximos**, y harán lo propio con la deuda pública. El conjunto de la deuda pública de las economías avanzadas pasará del 109% del PIB hasta el 137% del PIB al final de este año, según la OCDE. Esa organización ha estimado en diecisiete billones de los nuestros el crecimiento en la deuda pública derivado exclusivamente de la pandemia. No hace falta insistir en que ese nivel puede aumentar si el ritmo de recuperación del crecimiento es inferior al previsto, o si la caligrafía final de la recuperación nos distancia de la mayoría de esa esperanzadora «V».

Es verdad que los históricamente reducidos tipos de interés a los que se están financiando los tesoros públicos constituyen un paliativo nada desdeñable, como lo es también el hecho de que, a diferencia de

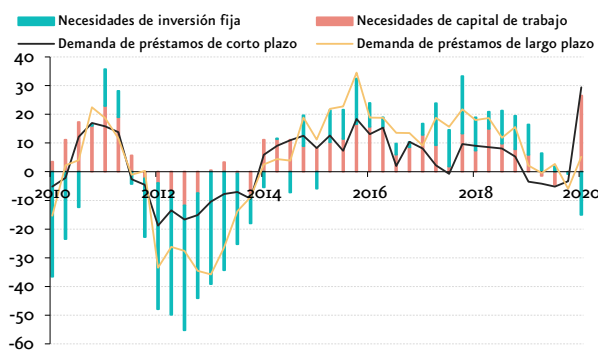
otras épocas, no cabe hablar de «efectos expulsión» del sector privado como consecuencia de esa avaricia financiera de los Estados. Tampoco los inversores deben inquietarse por el momento por tensiones inflacionistas susceptibles de erosionar el valor real del servicio de la deuda.

No vienen mal esos paliativos porque en las circunstancias actuales no es previsible que, al menos a corto plazo, la mayoría de los gobiernos adopten decisiones de reducción del gasto público o aumentos significativos de los impuestos. La consolidación de la recuperación y, en especial, las consecuencias sociales del elevado desempleo y exclusión social, no aconsejan plantearse ahora ejercicios de austeridad similares a los aplicados en la crisis anterior en algunos países europeos. De sus consecuencias quedan todavía señales, económicas y políticas. Es razonable que prefieran seguir las recomendaciones de Adam Posen, presidente del Peterson Institute for International Economics, que recomendaba a los parlamentarios británicos en la tercera semana de mayo evitar esas dos acciones comentadas, y preocuparse únicamente porque la economía creciera más rápido de lo que lo haga la deuda¹.

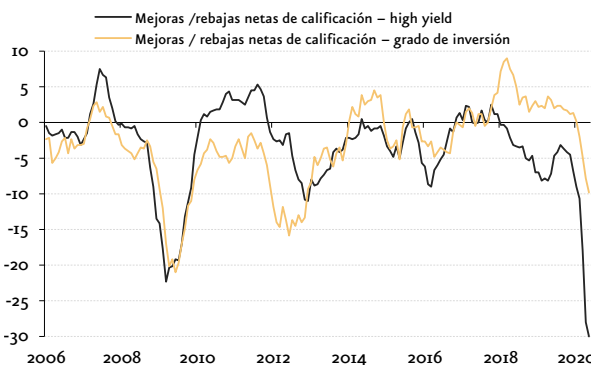
2. Endeudamiento privado. No solo inquieta el endeudamiento público; el privado, más concretamente el empresarial, **ha crecido a ritmos sin precedentes**. Era en cierta medida razonable. Si bajan los tipos de interés, el incentivo a endeudarse para concretar decisiones de inversión es mayor. El problema es que no

Demanda de préstamos y variaciones de rating a las empresas no financieras de la eurozona (%)

(Bancos que reportan un aumento)



(Número de mejoras / rebajas netas de calificación, media móvil semestral)



Fuente: BCE (Encuesta de préstamos bancarios-Abril 2020), cálculos de Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's y BCE.

siempre ese aumento del endeudamiento ha sido destinado a mayor inversión, sino a recomponer el pasivo de las empresas, a reducir el coste medio del capital. Lo que también puede estar bien, aunque no tanto como la ampliación de la capacidad de producción y la mejora de la productividad que suelen conllevar las decisiones de inversión. El problema es que al igual que en el caso de prestatarios públicos, ese mayor apalancamiento hay que digerirlo. Y eso solo se consigue, al igual que en el sector público, con mayores ingresos.

El más intenso crecimiento del crédito en todas sus formas, también mediante la emisión de bonos, no se ha localizado precisamente en las empresas de mejor calidad crediticia sino en empresas pertenecientes a sectores donde las perturbaciones en la oferta o el declive de la demanda es más acusado. Es decir, donde las tasas de rentabilidad ya eran reducidas, por no decir inexistentes, antes de la pandemia. Una situación que ha aumentado la degradación de la solvencia por las agencias de calificación crediticia, al tiempo que muchas compañías se han visto obligadas a financiarse mediante líneas de crédito bancario a corto plazo. La distancia a **problemas de liquidez** se ha estrechado, pero puede también reducirse la que resta a problemas de **solvencia**, de **viabilidad**, en especial en aquellos deudores de alto riesgo, que no son pocos. Este es uno de los factores sobre los que alerta el último Informe de Estabilidad Financiera del BCE, de donde procede el segundo de los gráficos.

3. Bancos más preparados, pero vulnerables. En gran medida como consecuencia de los hechos anteriores la preocupación se extiende igualmente a la estabilidad de los sistemas bancarios. Es un hecho que los bancos disponen de **mayor solvencia** y no han aparecido problemas en los mercados mayoristas como los que se dieron en la anterior crisis. Las posiciones de capital y de liquidez son más sólidas, pero **la rentabilidad no es precisamente tranquilizadora**. Las cotizaciones bursátiles advierten de ello en todo el mundo, pero en especial en Europa. A las amenazas por la excesiva prolongación de la recesión o por eventuales perturbaciones financieras se añaden las derivadas de la propia crisis de identidad de la banca al por menor tal y como la conocemos. La dinámica de cambio tecnológico, de irrupción de nuevos competidores, de cambios en los hábitos de los consumidores de servicios financieros, siguen condicionando los resultados de esas empresas financieras, esenciales en tantos aspectos de la vida económica como la transmisión de las políticas monetarias, o la de decisiones excepcionales como las adoptadas en esta pandemia por la práctica totalidad de los gobiernos, para paliar los problemas de liquidez de las empresas medianas y pequeñas.

Son consideraciones que nos obligan a alejar la excesiva complacencia en la transición a esa esperada normalidad, al tiempo que a confiar en la habilidad de los bancos centrales y en la de los departamentos de gestión de riesgos de todos los operadores financieros ::

¹Chris Giles y Robin Harding (2020). «Richest nations face \$17tn government debt burden from coronavirus», Financial Times 24 de mayo.

