

 **empresa global**



Afi

207

Octubre 2020

Endeudamiento

**Las políticas estatales contienen
el crecimiento de la deuda autonómica**

**Tipos de interés muy bajos.
7 pasos**

**El atractivo de los fondos de deuda
en la era «post-covid»**

ESTRATEGIA GLOBAL

Elecciones e
incertidumbre

LA FIRMA DE MERCADOS

Inestabilidad en rangos

#MUJERESQUETRANSFORMAN

Balance amargo de la
Conferencia de Pekín

HOMO OECONOMICUS

Laponia XVII:
hacia un
«sandbox» rural

PASEO GLOBAL

El día después:
globalización pautada





Empresa Global

Nº 207 (octubre 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](https://twitter.com/Afi_es)

DIRECCIÓN

Verónica López Sabater

EDICIÓN

Moisés Rubín de Célix
David Varela

COLABORAN EN ESTE NÚMERO

José Manuel Amor, David Cano, Gonzalo García, Isabel Gaya, Montaña González, Mónica Guardado, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Salvador Jiménez, Emilio Ontiveros 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 Vizcaino

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

PORTADA hof12
Cerramiento endeudado

DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN

Valle González, Dori Cobo y Daniel Sánchez Casado

Endeudamiento

Dedicamos este número 207 de Empresa Global a los elevados niveles de **endeudamiento público y privado** y la influencia de la COVID-19 en el mismo. Así, en el artículo de portada, Gonzalo García advierte cómo la crisis actual volverá a elevar los niveles de endeudamiento pese a que en este caso éste no es el origen del malestar económico. Asimismo, analiza las distintas consideraciones de este fenómeno en los ámbitos público y privado.

Por su parte, en la sección «Perspectivas», Salvador Jiménez y Montaña González, ponen el foco sobre la influencia de las políticas estatales en la contención de la **deuda autonómica**. En lo que respecta a la sección «Tecnología», Isabel Gaya analiza las oportunidades que la crisis de la COVID-19 plantea para los **financiadores alternativos de deuda**. Para ello, presenta fórmulas tales como la deuda *mezzanine* y *unitranche* de cara a las empresas maduras, y *venture debt* como alternativa de financiación en *start-ups*.

En la sección «Escuela» David Cano destaca cómo la COVID-19 permite anticipar un **período prolongado de tipos de interés bajos** e inferiores a la **tasa de inflación**, lo cual implica que para mantener el poder adquisitivo sea necesario **modificar sustancialmente nuestra cartera**.

Continúa la serie «El día después» de Emilio Ontiveros bajo el título *Globalización pausada*, que indica al lector cómo **la pandemia ha ralentizado la dinámica de globalización**. Ejemplo de ello es el incremento arancelario. Esto no implica la reversión del fenómeno globalizador, que se verá favorecido por las nuevas tecnologías y potenciado por el comercio electrónico, el trabajo remoto y la enseñanza virtual entre otros factores.

En «Estrategia Global», Mauro Guillén escribe sobre la **incertidumbre de las elecciones estadounidenses** y sobre cómo esta afectará no solo a la economía del propio país, sino también su relación con China, Europa y España. En una nueva entrega de Laponia, José Antonio Herce nos invita a plantearnos las ventajas de un *sandbox* rural que responda a los intereses de sus modelos de negocios sin menoscabar las necesidades del consumidor.

En «La firma de Mercados», José Manuel Amor analiza cómo tras meses de recuperación los mercados se han instalado en una **fase de inestabilidad** propicia para la **gestión activa** que podría prolongarse, pese a que los estímulos de gobiernos y bancos centrales reducen la posibilidad de asistir a un nuevo deterioro sistémico.

Cerramos con *Balance amargo de la Conferencia de Pekín*, en la cual Mónica Guardado alerta sobre cómo la **violencia hacia las mujeres se ha duplicado en algunas regiones del mundo durante la pandemia** y cómo 25 años después de la Conferencia, el 80% de sus objetivos no se han cumplido ::

TEMA DE PORTADA

Endeudamiento

Tanto los datos como la conversación pública vienen indicando desde hace años que la losa del endeudamiento se hace cada vez más pesada. En la crisis financiera el exceso de deuda se identificó como la principal causa de la recesión y, por tanto, del impacto en el empleo y en los niveles de vida de los ciudadanos. Pág. 3



PERSPECTIVAS

Las políticas estatales contienen el crecimiento de la deuda autonómica

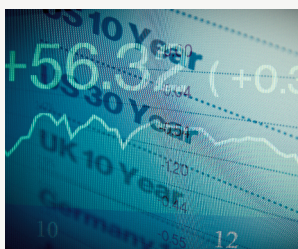
Pese a que la deuda regional se ha estabilizado en los últimos años, esta tendencia podría revertirse debido al elevado gasto público para hacer frente a la crisis sanitaria actual, cuya competencia recae sobre este subsector. Pág. 5



ESCUELA

Tipos de interés muy bajos. 7 pasos

La crisis asociada a la COVID-19 permite anticipar un período prolongado de tipos de interés bajos e inferiores a la tasa de inflación. Si queremos mantener nuestro poder adquisitivo, tendremos que asumir riesgos y modificar sustancialmente nuestra cartera. Pág. 7



TECNOLOGÍA

El atractivo de los fondos de deuda en la era «post-covid»

Al igual que sucedió con la crisis financiera de 2008, la crisis del COVID-19 ha generado una importante oportunidad para los financiadores alternativos, particularmente relevante en el «mid-market». Pág. 9



PUERTAS ABIERTAS

Acelerar y mantener los compromisos contra el cambio climático para garantizar la recuperación económica

Afi presentó el informe «El clima y la sostenibilidad en las políticas de recuperación frente a la pandemia». Pág. 11



ESTRATEGIA GLOBAL
Elecciones e incertidumbre
MAURO GUILLÉN
Pág. 13



MERCADOS FINANCIEROS
Inestabilidad en rangos
JOSÉ MANUEL AMOR
Pág. 15



#MUJERES QUE TRANSFORMAN
Balance amargo de la Conferencia de Pekín
MÓNICA GUARDADO
Pág. 17



HOMO OECONOMICUS
Laponia XVII: hacia un «sandbox» rural
JOSÉ ANTONIO HERCE
Pág. 18



PASEO GLOBAL
El día después: globalización pautada
EMILIO ONTIVEROS
Pág. 20



Endeudamiento

Tanto los datos como la conversación pública vienen indicando desde hace años que la losa del endeudamiento se hace cada vez más pesada. En la crisis financiera el exceso de deuda se identificó como la principal causa de la recesión y, por tanto, del impacto en el empleo y en los niveles de vida de los ciudadanos. En esta ocasión, la deuda no es el origen de nuestro malestar económico. Pero esta crisis, sin precedentes en su naturaleza y en sus consecuencias catastróficas sobre el PIB, va a volver a elevar el endeudamiento.

Gonzalo García @gongarand | Director de Economía de Afi

Los datos recopilados por el Institute of International Finance, (IIF) una asociación que reúne a la mayoría de bancos con actividad internacional significativa, a partir de fuentes como el FMI y el BIS, apuntan a que **la deuda global alcanzó los 258 billones de dólares** al final del primer semestre de 2020, lo que supone un **331% del PIB**, once puntos por encima del nivel de diciembre de 2019. El mundo acarrea, antes de la pandemia, 87 billones de dólares de deuda más que al inicio de la crisis financiera de 2008, siendo los Estados y las empresas no financieras los dos sectores responsables del incremento.

La deuda es mayor en aquellas economías más avanzadas, puesto que existe una relación directa con el grado de profundización financiera, es decir, con el desarrollo y la sofisticación de las instituciones, los instrumentos y los mercados financieros. No obstante, una parte no desdeñable del aumento del

endeudamiento global en las últimas tres décadas se explica por la aportación de las economías emergentes. De los 20 billones de dólares de bonos que vencen en 2020 según el IIF, 4,3 billones corresponden a emisores en países emergentes, siendo un 20% del total deuda en divisas.

Las cifras de deuda son mareantes y, sobre todo, muy poco elocuentes. El stock de deuda expresado en dinero suele apabullar, pero en sí mismo tiene poca significación económica. Para hacer estas cifras inteligibles siempre hay que ponerlas en relación a **tres variables básicas**:

- El **activo** que la deuda financia.
- Los **ingresos** del emisor.
- **La carga de intereses y principal**, expresada en la moneda en la que se ingresa.

Japón tiene una deuda pública que podría llegar al 250% del PIB este año, pero tiene casi cien puntos

de PIB en activos públicos y los tipos de interés son negativos. Sin embargo, Turquía tiene una deuda pública que no llega al 40% del PIB, pero sufre una inestabilidad financiera continua porque parte de esa deuda está denominada en divisas y su economía tiene menos capacidad de generar ingresos públicos.

Las empresas no financieras han aprovechado los bajos tipos de interés para elevar su endeudamiento y alargar su vencimiento. En muchos casos es una decisión coherente con el objetivo de maximizar el valor de la empresa, pero puede reducir su capacidad para adaptarse a cambios en el coste de financiación o en sus ventas.

Aun así, **la lógica del endeudamiento público y privado es muy diferente.** Por mucho que nos abruma, el fuerte aumento que se va a observar en los ratios de deuda pública respecto al PIB en este año de la pandemia es deseable. Ante un choque catastrófico que golpea a trabajadores y empresas y eleva de manera drástica la incertidumbre, la acción del presupuesto permite asegurar y compensar parte del deterioro asociado a la crisis, reduciendo el coste en términos de caída del PIB y del empleo, así como de destrucción de empresas. Esta función estabilizadora de la política fiscal, que había quedado un tanto desacreditada durante los años de la Gran Moderación (1989-2007), emergió como una necesidad sobrevenida con la crisis financiera y ahora se ha entendido desde el primer momento como un pilar de la respuesta de política económica a la pandemia. Y es eficiente financiarla con emisión de deuda en vez de llevar a cabo una subida súbita de impuestos, sobre todo en un entorno de tipos de interés reales negativos en las principales economías.

En el ámbito privado no aplica el principio de seguro colectivo basado en la capacidad de generar ingresos vía impuestos. Aquí la deuda tiene que permitir, no solo una reducción del coste de capital medio ponderado, sino una contribución a alcanzar un nivel suficiente de inversión y una estructura financiera sólida. La gestión del negocio y su genera-

ción de caja tiene que soportar la cobertura del servicio de la deuda en distintos escenarios, si no se quiere poner en riesgo la viabilidad de la empresa.

De manera que lo más preocupante de esta propensión general a la deuda no es el pecado de deber dinero. Lo malo es que **ha convivido con una atonía de la inversión real en capital fijo.** Es cierto que una parte de esta dinámica refleja el peso creciente del capital intangible en el proceso de inversión. Pero la otra parte refleja una dificultad cada vez mayor para que tanto el sector privado como el sector público alcancen niveles de inversión que mantengan la demanda cercana al pleno empleo y, además, sienten las bases del crecimiento futuro de la renta y de la productividad.

De cara al futuro inmediato, y centrándonos en España, para el sector público la preocupación es conseguir, una vez que la economía se recupere de la pandemia, **que la base de ingresos públicos pueda cubrir de manera duradera el gasto que requiere el Estado social.** En particular, si se quiere mantener una cierta equidad intergeneracional y evitar ajustes futuros bruscos en las pensiones.

Y para el sector privado, habría que pensar en serio dos cuestiones. La primera es **si el actual esquema de deducción fiscal de los intereses no supone una distorsión que favorece un uso excesivo de la deuda frente al capital.** La deuda es muy elástica y alimenta procesos de crecimiento rápido de la inversión; pero el capital es el pilar del proyecto empresarial y es muy posible que el sistema aumentara su solidez a medio y largo plazo si se tendiera a operar con mayores niveles de capitalización. La segunda tiene que ver con **la estabilidad de los mercados donde se negocia la deuda.** La rápida aparición de signos de deterioro sistémico en los mercados de deuda entre finales de febrero y mediados de marzo volvió a evidenciar su dependencia del auxilio de los bancos centrales. Se trata de una cuestión pendiente dentro de la reforma financiera a la que convendría volver ::

Las políticas estatales contienen el crecimiento de la deuda autonómica



iStock/Getty Images

Pese a que la deuda regional se ha estabilizado en los últimos años, esta tendencia podría revertirse debido al elevado gasto público para hacer frente a la crisis sanitaria actual, cuya competencia recae sobre este subsector. No obstante, es el Estado el que está absorbiendo el mayor impacto económico, por lo que el incremento de deuda de la administración regional podría contenerse en este ejercicio, aunque la incertidumbre para el año siguiente es elevada. En cualquier caso, las condiciones de mercado actuales propician la salida al mercado para cubrir sus necesidades de financiación, situación que difiere de la que se produjo en la crisis anterior.

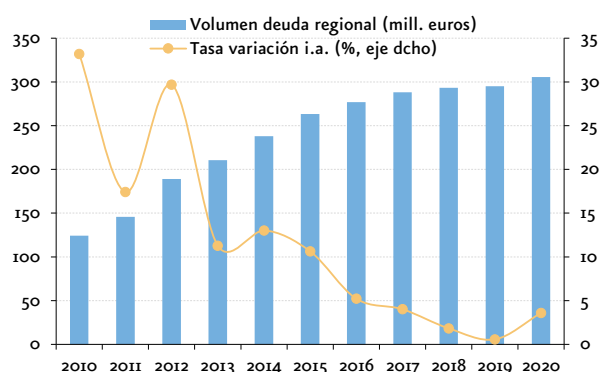
Salvador Jiménez @salva_sja | Consultor del área de Finanzas Públicas de Afi
Montaña González | Consultora del área de Finanzas Públicas de Afi

La deuda del conjunto de Comunidades Autónomas (CC.AA. en adelante) supera los **306.000 millones de euros** a segundo trimestre de 2020. El stock de deuda regional había conseguido estabilizarse en los últimos años presentando tasas de crecimiento contenidas, sobre todo si se analiza con perspectiva histórica. Por ejemplo, en 2012 el crecimiento de la deuda autonómica fue del 30%.

No obstante, pese a la mejora reciente, la **elevada heterogeneidad** que existe entre CC.AA. les sitúa en una posición muy distinta a cada una de ellas para afrontar la crisis sanitaria y económica actual. Esta evidencia se refleja en los fundamentales crediticios de las propias regiones. **Las ratios de la deuda sobre PIB se mueven en una horquilla de 14,6%, correspon-**

diente a Canarias, y del 46% registrada por la Comunidad Valenciana; por lo que el rango de dispersión es de más de 30 puntos porcentuales. Más allá de estas cifras, uno de los indicadores clave que toman como referencia los inversores y agencias de rating es la **ratio de deuda sobre ingresos corrientes**. Pese a que, en conjunto, la tendencia de este indicador ha sido descendente, motivado por un crecimiento de los ingresos más elevado que el de la deuda, las diferencias entre regiones son, incluso, más acusadas. Mientras que regiones como las dos forales y Canarias cubrirían su deuda de forma holgada con sus ingresos corrientes; otras como Valencia, Cataluña o Murcia tienen una deuda que supera en torno a 2,5 veces sus ingresos corrientes.

Evolución de la deuda pública del conjunto de CC.AA.



Fuente: Banco de España.

PRINCIPALES INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO POR CC.AA.

	2T2020				
	Deuda sobre PIB	Deuda	Deuda sobre Ing. Ctes	Deuda sobre Ahorro Bruto	Deuda per cápita
	%	Millones euros	%	%	euros
Navarra	18,1	3.629	87,2	15,3	5.528,5
Canarias	14,6	6.498	87,4	8,7	2.904,5
País Vasco	14,9	10.497	98,6	13,9	4.794,9
Extremadura	25,2	4.896	102,6	-97,6	4.611,0
Andalucía	22,7	35.483	115,3	30,1	4.186,0
Asturias	22,1	4.976	126,2	33,0	4.884,0
Galicia	19,6	11.971	130,6	12,8	4.430,1
La Rioja	20,4	1.690	138,7	34,6	5.350,9
Cantabria	26,1	3.509	146,7	18,0	6.024,8
Castilla Y León	23,2	12.964	146,9	21,2	5.398,9
Madrid	15,8	35.646	167,1	39,0	5.282,9
Aragón	24,1	8.723	167,6	71,0	6.556,8
Castilla La Mancha	38,7	15.509	207,6	412,0	7.582,6
Baleares	29,4	9.329	227,0	29,9	7.705,0
Murcia	33,8	10.376	231,5	93,8	6.895,9
Cataluña	35,9	80.015	261,1	21,9	10.456,6
Valencia	46	49.977	280,6	36,3	9.938,5
Total CCAA	26,1	305.689	175,3	27,0	6.481,8

Fuente: Banco de España, INE y cuentas generales de las Comunidades Autónomas.

En cualquier caso, los mecanismos extraordinarios creados por el Estado en 2012 permiten a las CC.AA. con dificultad para financiarse en los mercados de capitales, obtener financiación con condiciones financieras muy ventajosas –con un tipo de interés equivalente al del Tesoro-. Asimismo, aquellas regiones que deseen tener plena autonomía para la gestión de su deuda pueden acudir al mercado y financiar el total de sus necesidades. También existe la opción de combinar ambas alternativas siempre y cuando la Comunidad en cuestión esté adherida al compartimento de Facilidad Financiera en el FFCA.

El recurso de las CCAA a los mecanismos de financiación estatales no se puede desligar de la ausencia de reforma del Sistema de Financiación Autonómica (SFA). Las CC.AA. vienen reclamando desde hace va-

rios años la falta de recursos y exigiendo una reforma del mismo, pero la complejidad política para llevarlo a cabo lo ha impedido.

En la medida que la crisis actual es sanitaria y el incremento del gasto público para hacer frente a ella se debiera concentrar, a priori, en las finanzas regionales, ya que son las regiones quienes tienen esta competencia, lo lógico sería que apreciáramos en los próximos trimestres un incremento muy significativo de su deuda.

Sin embargo, desde el comienzo de la pandemia, el Estado ha puesto en marcha un paquete de medidas económicas con el objetivo de contener el impacto de la crisis en la actividad económica. Entre estas medidas se encuentran las prestaciones por desempleo de aquellos trabajadores afectados por ERTes, prestación para autónomos por cese de actividad, exoneraciones de la cuota a la Seguridad Social, líneas de avales del ICO para empresas, entre otras. Además, con el objetivo de compensar la falta de recursos de las CC.AA. ya comentada, **el Estado ha creado un fondo no reembolsable por un montante de 16.000 millones de euros.** Con este volumen se pretende cubrir tanto la caída en los ingresos de las regiones derivada de la pandemia, como el gasto sanitario al que deben hacer frente. Por ello, **son el Estado y la Seguridad Social quienes están absorbiendo el impacto económico, y no se espera un aumento significativo de la deuda regional, al menos en 2020.**

De cara a 2021 aún se desconoce la postura que adquirirá el Estado. Éste podría continuar transfiriendo recursos a las administraciones regionales ante las previsiones de que la pandemia todavía tendría secuelas sanitarias y económicas; o, por el contrario, permitir que las CC.AA. registren mayor déficit y, consecuentemente, mayor recurso a la deuda, todo ello sin pasar por una reforma del SFA.

Hasta el momento, la postura tan expansiva que ha adoptado el Banco Central Europeo, para combatir los daños generados por la pandemia, ha permitido que las condiciones de mercado sean muy favorables y que la actividad en mercado primario de deuda no se haya deteriorado, situación totalmente distinta a la de 2011-2012, cuando la actividad en los mercados se paralizó y las CCAA tenían serios problemas para obtener financiación en los mercados de capitales. Las CC.AA. han continuado acudiendo al mercado para cubrir sus necesidades a plazos largos y con un coste reducido. Además, se da la paradoja de que, **en este contexto de pandemia, dado que los recursos asociados a gastos sostenibles son mayores, el montante de las emisiones sostenibles se ha doblado en este ejercicio respecto a 2019** e incluso una región, Galicia, se ha sumado a las que ya emitían bajo este formato –Madrid, País Vasco y Navarra– ::

Tipos de interés muy bajos. 7 pasos



La crisis asociada a la COVID-19 permite anticipar un período prolongado de tipos de interés bajos e inferiores a la tasa de inflación. Si queremos mantener nuestro poder adquisitivo, tendremos que asumir riesgos y modificar sustancialmente nuestra cartera.

David Cano @david_cano_m | Socio director de Afi Inversiones Globales, SGIIC

Como es sabido, **la inflación** (es decir, el aumento de los precios de los bienes y servicios que consumimos) es uno de los principales «enemigos» del ahorro. Así, un aumento de, por ejemplo, el 2% del IPC (uno de los indicadores más comunes para medir la inflación), **implica una reducción de la capacidad de compra de igual cuantía que debe ser compensada mediante la rentabilidad que se consiga con ese ahorro**. Si no se logra ese rendimiento superior a la inflación, entonces se sufre una pérdida adquisitiva. Aunque solo sea por este efecto, tiene sentido que exista un tipo de interés que el prestamista cobra al prestatario como compensación a la inflación que se va a sufrir duran-

te el tiempo que dura la financiación. Además, si es el caso, añadirá un extra de rentabilidad que generará una rentabilidad real (es decir, la conseguida tras una rentabilidad nominal a la que se le sustrae la inflación) asociada, por ejemplo, al riesgo de pérdida del importe prestado (lo que se denomina «riesgo de crédito»).

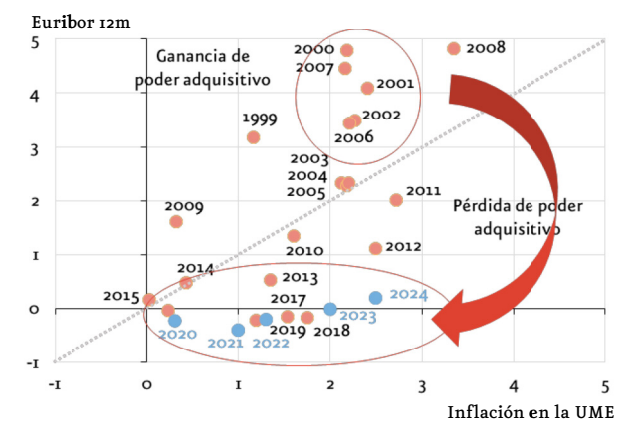
Rentabilidad real = rentabilidad nominal - inflación

Así, en el caso de que este riesgo sea elevado –por la percepción de que la probabilidad de que el prestatario no devuelva el dinero es alta–, se demandará una mayor rentabilidad. Una de los principios de los mercados financieros es que, **a más riesgo, más rentabilidad** (el tipo

de interés que paga una empresa por su deuda es más alto que el de un Estado). Sin duda, el caso más conocido es el de las acciones, activo financiero que, a medio plazo, suele generar retornos anuales del orden del 5%. Ahora bien, en un determinado año, la pérdida (al igual que la revalorización) puede superar sin problemas el 25%. Esta es otra de las representaciones del riesgo (se denomina **«riesgo de mercado»**): la oscilación del precio de los activos financieros, en especial en horizontes temporales relativamente cortos.

La relación entre tipo libre de riesgo e inflación se puede observar en el gráfico en el que en el eje horizontal se representa la inflación anual en el Área euro y en el vertical el Euribor 12m. Observe cómo entre el año 2000 y 2007 la inflación se mantuvo ligeramente por encima del 2%. Algo más alta fue en 2008 (3,2%) y algo más baja en 1999 (1,3%). Pero en todos esos años el Euribor 12 meses se sitúa por encima de la inflación. También en 2009, año en el que si bien el tipo de remuneración ya cae de forma intensa (hasta el 1,8%), también lo hace la inflación. Pero con el estallido de la Gran Crisis Financiera Global y, sobre todo, la recaída en la recesión de la UME en 2011, la situación ha cambiado. Desde entonces, el tipo de interés libre de riesgo se ha situado por debajo de la inflación de forma mucho más clara en el cuatrienio 2017-2020. En estos cuatro años el crecimiento anual del IPC se ha situado en el rango 1,0% - 2,0% y el Euribor 12m ha permanecido muy cerca del 0,0% o, incluso, ha caído a terreno negativo. Pérdida del poder adquisitivo del ahorro que, sin ser intenso año a año, cuando se va acumulando alcanza una cuantía relevante (del 7% en estos cuatro años). Pero el problema es que todo apunta a que esta situación se va a mantener durante al menos un lustro. **La crisis asociada al COVID19 permite anticipar un período prolongado de tipos de interés bajos e inferiores a la tasa de inflación.**

Inflación en la UME y Euribor 12m
(%)



Fuente: Afi.

Ante el abultado endeudamiento público, **la política monetaria va a estar «a disposición» de los Estados**. Incluso aunque aumentara la inflación (escenario que, por cierto, no hay que descartar a partir de 2023), la prioridad es, y será, **disminuir la ratio deuda/PIB**. Y ojalá se consiga vía dinamismo económico. Pero no seamos optimistas (¿ilusos?): parece difícil. Así pues, apoyo al endeudado, sobre todo si es el Estado. Y, como no se puede aspirar y sorber al mismo tiempo, si se ayuda al prestatario, no se puede ayudar al prestamista. Más bien al contrario. Como consecuencia del sostén a los endeudados, los bancos centrales (en especial, el BCE) están «maltratando» al ahorrador (ya desde 2015). Y si este quiere mantener su poder adquisitivo (es decir, conseguir una rentabilidad por encima de la inflación) no tiene más remedio que transformarse. **Ahorradores, tenemos un problema**. Es previsible que en el futuro persista este incumplimiento de la tradicional relación entre inflación y tipo de interés libre de riesgo.

¿Qué podemos hacer? Convertirnos en inversores. **«De ahorrador a inversor ante la represión financiera impuesta por los bancos centrales»**. ¿Qué significa eso? Que **si queremos mantener nuestro poder adquisitivo, tendremos que asumir riesgos**: de crédito, de mercado, de liquidez, etc. Nos vamos a ver obligados a contar con inversión en acciones, en bonos de empresas, en activos de otros países denominados en diferentes divisas, en mercados de países emergentes, etc. En definitiva, que vamos a tener que **modificar sustancialmente nuestra cartera**. Para ello, varias recomendaciones.

La primera es marcar un **objetivo de rentabilidad**, por ejemplo, del 2%. La segunda, estimar qué **combinación de activos financieros** permite conseguir ese retorno. La tercera, alargar el **horizonte temporal** de inversión hasta, al menos, 5 años (a plazos más cortos la incertidumbre sobre la rentabilidad que se va a conseguir es muy alta). La cuarta, contar con **carteras lo más diversificadas posibles**. La quinta tiene que ver con la anterior y es **invertir vía fondos de inversión**, sin duda la forma más eficiente (y eficaz) de poder tener una cartera global. La sexta, tener un proceso de inversión disciplinado, que **no se deje llevar por las emociones ni la euforia** cuando la cartera se revaloriza ni el pánico cuando se sufran correcciones. En este sentido, es interesa conocer el sistema de aportaciones periódicas (**Dollar Cost Average o DCA**, que explico en el enlace). Y una séptima: **pida ayuda y consejo a un profesional del asesoramiento financiero**, quien le ayudará en todo el proceso, no sólo en la construcción de la cartera, sino en su necesario seguimiento ::

El atractivo de los fondos de deuda en la era «post-covid»



fiStock//Getty Images

Al igual que sucedió con la crisis financiera de 2008, la crisis del COVID-19 ha generado una importante oportunidad para los financiadores alternativos, particularmente relevante en el «mid-market», segmento en el que las entidades bancarias están optando por aplicar estructuras conservadoras y reducir el apalancamiento concedido a las empresas. Así, el hueco para financiadores alternativos se postula como un elemento clave en el panorama de financiación en los próximos meses.

Isabel Gaya | Consultora del área de Corporate Finance de Afi

El drástico impacto en la economía provocado por la pandemia del coronavirus ha marcado fuertemente el entorno actual de financiación. Al igual que sucedió con la crisis financiera de 2008, se está produciendo un **proceso de dislocación financiera** entre bancos y financiadores alternativos. En este caso, las entidades bancarias están priorizando su actividad en proveer liquidez a corto plazo a compañías solventes a cierre de 2019 en las que ya tenían exposición previa, fomentado por el cumplimiento de los requisitos impuestos por las autoridades públicas para resultar elegible en sus líneas de apoyo a la financiación empresarial en el contexto del COVID-19.

Así, actualmente el dinero bancario «nuevo» se está focalizando principalmente en compañías cuya situación no sea compleja y sus necesidades de financiación sean a

corto plazo, dejando a un lado la demanda de financiación del resto del tejido empresarial. En este entorno, el papel de **financiadores alternativos de deuda** como complemento en las necesidades de financiación de las corporates ante la reducción del riesgo concedido por las entidades bancarias va a tomar un papel relevante en los próximos meses.

DEUDA MEZZANINE Y UNITRANCHE EN EMPRESAS MADURAS

Entre los fondos que ocuparán un papel más destacado en el corto plazo se encuentran los fondos de deuda *mezzanine* y *unitranche*.

La **deuda mezzanine** es un tipo de deuda subordinada a la deuda senior, tanto en garantías como en plazo, y que

FONDOS DE DEUDA MEZZANINE Y UNITRANCHE

Capital		
Deuda Mezz	Fondos mezzanine	
Deuda senior	Fondos deuda senior	Fondos Unitranche
	Unitranche	Mezzanine
Retorno	6-9%	10-15%
Segmento	Mid Cap	Small & Mid Cap

Fuente: Afi.

permite un apalancamiento extra sobre la deuda senior, generalmente en 1x-1,5x EBITDA. Su mayor coste financiero (EURIBOR + 10%-15%) y la exigencia de un puesto en el consejo de administración de la empresa prestataria, aun como mero observador, se ven compensados por la gran flexibilidad que aportan sus instrumentos, los cuales se adaptan a las necesidades concretas de la compañía, así como a la generación de flujos, tanto en plazo (típicamente 5-7 años), como en tipo de amortización *bullet* (devolución del principal al final del período), pago de intereses (gran parte de los mismos son capitalizables a vencimiento, en lugar de su pago en *cash*) y menor tiempo de formalización de la concesión.

Por su parte, la **deuda unitranche** es un tipo de financiación que combina deuda senior con deuda subordinada en un único instrumento de deuda.

VENTURE DEBT COMO ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN EN START-UPS

El *venture debt* es un **instrumento híbrido que combina deuda y capital y que se postula como una financiación alternativa cada vez más demandada en start-ups y en empresas en crecimiento** que todavía no generan flujos de caja positivos o que no cuenten con activos relevantes para utilizar como garantía. Este + de mercado no se encuentra cubierto, o se encuentra cubierto con grandes limitaciones, por las entidades financieras, las cuales suelen exigir garantías, flujos de caja positivos e histórico de actividad.

Se trata, por tanto, de **un complemento a la financiación de capital otorgada por el *venture capital***, incrementando la recaudación obtenida en las primeras rondas de financiación, a la vez que permite minimizar la dilución de los accionistas a cambio de ciertas garantías o derechos de compra de acciones que compensan el mayor riesgo de la operación (*warrant*).

La minimización de la dilución de los accionistas resulta especialmente destacable en el entorno *covid* en el que nos encontramos, ya que permite evitar valoraciones del negocio deprimidas que diluirían, aún más de lo previsto en una situación normalizada, la participación accionarial de los accionistas promotores.

En concreto, es práctica habitual que el fondo de *venture debt* solicite opciones sobre acciones de la compañía solicitante de la deuda en el entorno del 20%-30% del valor del préstamo (*equity kicker*), lo que significa que un porcentaje del valor nominal del préstamo puede convertirse en acciones al precio por acción estipulado (generalmente, el de la última ronda de financiación cerrada o el de la siguiente ronda de financiación con descuento).

Para su concesión, el fondo exige un respaldo de otro inversor, tal como un *business angel* o un fondo de capital riesgo, dado que solo toman una participación minoritaria en la compañía. Como características principales: i) el plazo de concesión del préstamo suele ser de 3-5 años; ii) generalmente se aplica un período de carencia en la amortización del principal; iii) el tipo de interés exigido suele rondar el 10%; y iv) la rentabilidad para el fondo puede llegar a niveles del 20% o superiores si la compañía tiene éxito a través de la ejecución del *warrant*. La devolución del préstamo puede provenir tanto de la propia generación de caja futura de la compañía como de la refinanciación de la deuda mediante otra ronda de capital o financiación bancaria, una vez que la compañía sea más sólida.

Respecto a sus usos, **existen diferentes modalidades de *venture debt***, como la modalidad de expansión (utilizada para operaciones de fusiones y adquisiciones o para la financiación de crecimiento), la modalidad de financiación de cuentas por cobrar o la modalidad de financiación de equipos.

Aunque no existe limitación sectorial para el acceso a *venture debt*, sí que existe un foco especial en la tipología de proyectos digitales y escalables. En concreto, se trata de un tipo de financiación particularmente utilizada por empresas de base tecnológica en sus etapas iniciales. Facebook, YouTube, Uber, Square, Box o Airbnb son un claro ejemplo de ello. En el ámbito nacional, existen tres *players* con actividad en España: Inveready, Zubi Labs y Sabadell Venture Capital.

El potencial a futuro para esta tipología de fondo es claro y auguramos una dinámica muy activa en el corto y medio plazo ::



Acelerar y mantener los compromisos contra el cambio climático para garantizar la recuperación económica

Afi presentó el informe «El clima y la sostenibilidad en las políticas de recuperación frente a la pandemia» en un evento que contó con la presencia de la vicepresidenta del Gobierno y ministra para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico, Teresa Ribera, y en el que se combinó la asistencia presencial bajo unas estrictas medidas sanitarias con un nutrido auditorio virtual.

Moisés Rubín de Célix | Responsable de Comunicación de Afi

El Aula Magna de Afi Escuela volvió a abrir sus puertas el pasado 5 de octubre para acoger la presentación del reciente informe elaborado por Afi «[El clima y la sostenibilidad en las políticas de recuperación frente a la pandemia](#)». En un entorno estrictamente adaptado a las recomendaciones sanitarias, la ocasión sirvió para reflexionar sobre la importancia de mantener los **compromisos** adquiridos en la lucha contra el cambio climático e impulsar una **recuperación económica** basada en criterios de sostenibilidad, la transición energética y la acción por el clima.

Ante un reducido grupo de asistentes presenciales y **un auditorio virtual de cerca de 400 personas**, la vicepresidenta cuarta del Gobierno de España y ministra para la Transición Ecológica y Reto Demográfico, Teresa Ribera; y el presidente de Afi, Emilio Ontiveros analizaron el contenido del informe y debatieron acerca de la necesidad de que la respuesta a la crisis económica generada por la COVID-19 revierta además en una transformación y modernización de nuestro modelo productivo basada en el aprovechamiento de los recursos del **Fondo de Recuperación de la Comisión Europea**.



Teresa Ribera y Emilio Ontiveros durante la presentación del informe. [Afi]

Así, el evento dio comienzo con la intervención de Emilio Ontiveros en la cual el presidente de Afi desgranó las conclusiones y la metodología del informe y destacó como principal pretensión del documento la de analizar «hasta qué punto la salida de la crisis podría llevar consigo no sólo la recuperación, sino la **refundamentación** de un nuevo tipo de crecimiento. Hacer de la necesidad virtud; **no solo crecer más, sino crecer mejor**».

De esta manera, y ante el interrogante de si es posible que la recuperación económica sea intensiva en **inversión verde** y modernizadora, Emilio Ontiveros respondió con una rotunda afirmación: «Se pueden **acelerar los compromisos adquiridos** y conseguir que la economía española disponga en última instancia de un **patrón de crecimiento menos vulnerable**». Además, el presidente de Afi abordó la reformulación que bajo estas circunstancias adquiere el **concepto de condicionalidad**, siendo estas las «exigencias a aquellas empresas que quieran participar

en programas de recuperación con cargo al **Fondo de Recuperación de la Comisión Europea**».

Por último, Emilio Ontiveros hizo hincapié en la necesidad de llegar a acuerdos políticos para aprovechar las **oportunidades de modernización** que trae consigo la financiación «prácticamente gratuita» del Fondo de Recuperación. «No tendría sentido volver a estar dentro de tres años como estábamos en febrero», aseveró.

Por su parte, durante su intervención la vicepresidenta cuarta del Gobierno de España y ministra para la Transición Ecológica y Reto Demográfico, Teresa Ribera, advirtió que para aprovechar la **gran oportunidad** que presenta la recuperación económica se ha de «facilitar un nivel de consenso, seriedad y solvencia en los análisis que generen confianza y credibilidad para quienes nos ven desde fuera y quienes actúan dentro».

No obstante, también destacó la importancia de «**acertar en las medidas**» y no desperdiciar recursos. «Seguir invirtiendo en innovación, conocimiento y educación es fundamental», y, de igual manera, que «acompañar a todos los sectores y repensar nuestro sistema fiscal es determinante», afirmó.

Además, la vicepresidenta subrayó el **papel fundamental del sector financiero** «para activar las palancas necesarias de cara a garantizar la transparencia, integridad del mercado y correcta gestión del riesgo». Por último, Ribera también tuvo tiempo de hacer referencia también el Plan de Recuperación de la Comisión Europea afirmando que este «pone sobre la mesa una **gran responsabilidad** para reorganizar muchas de las premisas en las que hemos basado nuestra prosperidad, nuestro desarrollo y que por tanto interpela al conjunto de los actores de la sociedad ::



«Resulta difícil separar en estos momentos la incertidumbre derivada de la pandemia de aquella debida a la elección presidencial y al Congreso a principios de noviembre. No cabe duda de que se trata de una batalla electoral con consecuencias profundas y potencialmente planetarias»

Elecciones e incertidumbre

Las elecciones reñidas suelen aumentar el nivel de incertidumbre que se percibe en los mercados y por parte de los ahorradores y consumidores. En el caso de Estados Unidos, resulta difícil separar en estos momentos **la incertidumbre derivada de la pandemia de aquella debida a la elección presidencial y al Congreso a principios de noviembre**. No cabe duda de que se trata de una batalla electoral con consecuencias profundas y potencialmente planetarias. Y tampoco ayuda que, en este caso, haya una probabilidad muy elevada de que el resultado de la elección presidencial y de algunas del Senado no se conozcan hasta días o semanas después.

Quizás **la mejor manera de analizar la situación es definiendo distintos tipos de escenarios**. Con mucho, el que causaría más incertidumbre y agitación en los mercados, así como entre ahorradores y consumidores, sería una batalla prolongada durante el recuento de los votos con independencia de quién resulte triunfante. El daño que tal posibilidad podría provocar a la legitimidad del sistema de gobierno podría ser duradero. Pero hay otros escenarios, ya más enfocados en los resultados en sí, que conviene analizar en detalle.

El que arrojaría una mayor incertidumbre sería una **victoria de Biden**

con mayoría demócrata en el Senado además de continuidad en su control de la cámara baja. En este caso, se producirían cambios en el entorno impositivo de la empresa y también en el ámbito regulatorio. Hay que entender que se puede estar en acuerdo o en desacuerdo con esos cambios, pero lo importante es que –dada la complejidad del proceso legislativo en Estados Unidos y de las resultantes leyes y regulaciones– la mayoría de los cambios facilitados por una situación en la que un partido controla el poder ejecutivo y legislativo pueden ser de gran calado e impredecibles en sus detalles. Por ejemplo, la reforma fiscal de Trump, que ante todo benefició a las grandes empresas, podría ser abolida en su totalidad o modificada parcialmente. Dado que no se anticipa como probable que los republicanos pudieran añadir una mayoría en la cámara baja a su control del Senado y de la Casa Blanca, no es necesario contemplar ese escenario.

Un escenario más probable es que **Trump renueve su mandato, pero pierda control del Senado**. Y otro también factible es que **Biden prevalezca, pero que los demócratas no logren obtener una mayoría en el Senado**. En estos dos escenarios la probabilidad de cambios drásticos en el entorno impositivo o regulatorio es relativamente reducida.

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

Faltaría por examinar el posible efecto de cada escenario sobre la política comercial y de competencia de Estados Unidos. **Parece probable anticipar que la relación con la Unión Europea mejoraría notablemente bajo una administración Biden**, con o sin control demócrata del Senado. Por el contrario, no se atisba de momento un cambio radical en la estrategia de confrontación con China, incluso si Biden gana y disfruta de un Senado demócrata.

Para España, como país europeo, creo que una administración Biden sería mucho más llevadera y

fructífera. Europa y Estados Unidos podrían reiniciar una fase de diálogo sobre las relaciones comerciales, la política hacia Rusia y el interminable proceso de paz en Oriente Próximo. También se produciría una mayor sintonía en el tema del cambio climático. Como siempre, habrá que esperar a los resultados –si es que las tensiones políticas y sociales no se desbordan y empañan más de 240 años de transiciones pacíficas y previsibles entre administraciones– ::



«Tras meses de recuperación paralela en indicadores económicos y mercados financieros, nos hemos instalado en una fase de cierta inestabilidad que podría prolongarse durante parte del cuarto trimestre»

Inestabilidad en rangos

Iniciamos la recta final de un año muy complicado en los mercados financieros, marcado por la irrupción de la pandemia de la COVID y una respuesta sin precedentes por parte de autoridades monetarias y gobiernos. El balance hasta los primeros días de octubre arroja **rendimientos muy moderados o aún negativos** en los principales índices bursátiles, desarrollados y emergentes, y en la deuda corporativa de peor calidad crediticia o *high yield*. En el extremo opuesto se encuentra, un año más y a pesar de partir de niveles de rentabilidad exiguos, la **deuda soberana de alta calidad y el oro**, activo refugio en tiempos de elevada incertidumbre, **que se revaloriza más de un 20% medido en euros**.

Así las cosas, para un inversor de carácter pasivo, seguidor de los índices y adverso a aprovechar los vaivenes del mercado, ha sido un mal año en bolsas y crédito corporativo, los activos de mayor componente de riesgo. Sin embargo, hay dos elementos clave en la evolución de los mercados que configuran el año 2020 como una gran oportunidad para destacar como gestor activo de carteras. El primero, la **tremenda dispersión de rendimientos sectoriales en bolsa**, reflejo del impacto asimétrico generado en la economía por la pandemia. En el caso del Euro Stoxx 50, la diferencia entre el retorno en el año entre el sector tecnológico y el sector bancario es superior al cincuenta por ciento.

Un segundo factor reside en la existencia de varias **fases de mercado o sub-tendencias muy diferenciadas y con correlaciones relativamente estables entre las distintas clases de activo**. Como refleja la tabla adjunta, tras el rápido hundimiento general de los activos de riesgo entre mediados de febrero y finales de marzo, la masiva introducción de estímulos monetarios y fiscales derivó en una **fase alcista de una intensidad muy pocas veces vista en las últimas décadas, que se extendió hasta finales de agosto**. A partir de ese momento y hasta finales de septiembre, hemos asistido a una **nueva fase bajista de menor intensidad**, provocada por el temor a que, en adelante y al menos durante los próximos meses, la gradual recuperación económica se vea interrumpida (o revierta de forma parcial) ante la generalización de una segunda ola de contagios en Europa. La incertidumbre que generan la cita electoral en Estados Unidos y el proceso de negociaciones en relación al Brexit han contribuido en la misma dirección.

Si bien en los últimos días de septiembre y el inicio de octubre ha vuelto, con timidez, la configuración positiva al mercado, **la percepción es de inestabilidad**. Esta inestabilidad no viene, en todo caso, acompañada de un deterioro significativo en los indicadores tradicionales de tensión sistémica. Las redes de seguridad tejidas por bancos centrales y gobiernos constituyen un

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

EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES FINANCIERAS EN 2020

	Pre-COVID	COVID shock	Rally de estímulos	Dudas ante rebrotes	Últimas dos semanas	En 2020
Activo/índice	31dic-19feb	19feb-23mar	23mar-31ago	31ago-24sep	24sep-6oct	31dic-6oct
Euro Stoxx 50 (%)	3,2	-35,7	31,7	-3,4	2,3	-13,7
S&P 500 (%)	4,8	-33,9	56,4	-7,2	3,5	4,0
MSCI World (%)	3,1	-34,1	53,3	-6,3	3,6	1,0
MSCI Emerging markets (%)	-1,0	-31,3	45,3	-4,0	4,2	-1,1
Renta fija High Yield USD (%)	1,2	-21,5	26,8	-1,8	1,7	0,6
Renta fija High Yield EUR (%)	1,3	-20,4	21,6	-0,6	0,8	-1,8
Tipo real 10 años EEUU (pb)	-24,0	5,0	-104,0	17,0	1,0	-105,0
Breakeven inflación 10 años EEUU (pb)	-12,7	-84,8	99,4	-22,1	8,8	-11,5
Tipo real 10 años ALE (pb)	-12,3	74,5	-62,7	1,5	-3,1	-2,1
Breakeven inflación 10 años ALE (pb)	-5,4	-70,5	57,4	-11,7	2,5	-27,6
USD (índice DXY) (%)	3,4	2,8	-10,1	2,4	-0,7	-2,8
EMCI (índice FX emergente) (%)	-3,3	-10,7	4,6	-1,7	0,0	-11,2
Oro (%)	5,6	-3,0	26,4	-5,1	1,8	25,0
Metales industriales (%)	-6,8	-15,5	32,9	-4,5	0,5	0,5

Fuente: Afi, Bloomberg.

sólido soporte para el correcto funcionamiento de los mercados. Mirando hacia adelante, consideramos muy probable que asistamos a una nueva ronda de estímulos monetarios y fiscales en la parte final del año o comienzos de 2021. El BCE y la Fed redoblarán esfuerzos, muy probablemente ampliando sus programas de compras de activos. En materia fiscal, y aunque quizás de forma más selectiva que en la primera ronda, los gobiernos evitarán que se produzcan efectos acantilado. En Estados Unidos, una amplia victoria demócrata sería el catalizador para un ambicioso programa de gasto. El Fondo de Recuperación y Resiliencia comenzará a materializarse en próximos meses.

Salvo escenario de cola, **un nuevo episodio de dislocación de precios como el experimentado en febrero-marzo parece muy poco probable.** La estabilidad financiera sólo se verá amenazada si se produce un empeoramiento substancial en los ingredientes clave que dotan de equilibrio a la actual situación: la atenuación gradual del virus (nuevas olas de contagio, decrecientes en intensidad), mejoras en la gestión de su incidencia para evitar confinamientos estrictos generalizados, expectativa de vacunas y tratamientos en un horizonte razonable y persistencia en la provisión de estímulos fiscales y monetarios ::



«La violencia de género es sin duda, la expresión más extrema de la discriminación que sufren las mujeres en todo el mundo»

Balance amargo de la Conferencia de Pekín

La violencia de género es sin duda, la expresión más extrema de la discriminación que sufren las mujeres en todo el mundo.

Antes de la pandemia, **una de cada tres mujeres sufría violencia sexual o física**, según datos de ONU Mujeres. Sí, han leído bien, 1 de cada 3. Estas cifras son hoy aún más dramáticas; tras la crisis de la COVID-19, el aislamiento y la falta de organización de los recursos existentes para combatir la violencia machista, está provocando que en algunas regiones del mundo las cifras se hayan **más que duplicado**.

La COVID-19 también ha acentuado la pobreza de las mujeres. Según estimaciones de Naciones Unidas, en 2021, 47 millones de mujeres más caerán en la extrema pobreza, con lo que **el total de mujeres pobres ascenderá a 435 millones**.

Cuando se cumplen 25 años del aniversario de la **Conferencia de Pekín**, hito importante en la lucha contra la desigualdad de género, suscrita por 189 países, el balance es desolador. **El 80% de los objetivos que se habían fijado, no se han cumplido**.

La Conferencia de Pekín se basó en los acuerdos políticos alcanzados por 3

conferencias mundiales sobre la mujer celebradas anteriormente y consolidó 5 decenios de avances jurídicos. En esa reunión se señalaba como uno de los principales pilares para conseguir la igualdad de género, la igualdad real fijada por las leyes de los distintos países. La recientemente fallecida jueza del Tribunal Supremo de los EEUU, **Ruth Bader Ginsburg**, nos ha recordado la importancia de luchar desde las instituciones, y con la ley en la mano, contra la discriminación machista. Y es que como he comentado en un artículo anterior, según datos del Banco Mundial, aún hay numerosos países en los que existen leyes que no otorgan igual trato a hombres y mujeres.

El pasado 2 de octubre, en la reunión de la Asamblea de Naciones Unidas, 100 países, con la participación de un total de 173, se comprometieron a dar un impulso para conseguir el **Objetivo de Desarrollo Sostenible 5** sobre la igualdad de género. Confiemos en que este nuevo hito fijado para 2030 suponga un avance más claro y rotundo sobre el objetivo último que es la **igualdad de género**, en todas sus vertientes ::

MÓNICA GUARDADO es directora general de Afi Escuela de Finanzas.
Twitter: @MonicaGuardado



«La aprobación de un *sandbox* rural sería toda una declaración institucional de intenciones de dotar al ámbito rural de un ingente atractivo para el emprendimiento, innovador y convencional, tecnológico y social»

Laponia XVII: hacia un «sandbox» rural

Los principales países del mundo se han embarcado en un **interesantísimo experimento regulatorio**. Ante la evidencia de que la digitalización desborda la regulación existente en las finanzas, limitando el desarrollo de muchas buenas ideas (y otras tantas *start-ups*), reguladores y regulados han aceptado meterse en un «arenero» (un *sandbox*) para generar **nuevas regulaciones** que preserven los derechos de los consumidores sin cortar las alas al desarrollo. El arenero (figurado) les aísla del resto, de forma que fuera de él no puede hacerse nada que viole la regulación vigente y dentro de él se puede hacer de todo hasta que la nueva regulación a prueba determine los nuevos límites y el momento de su generalización. Esta excelente idea ya se está poniendo en práctica para la integración en el mercado de las *fintechs* (*start-ups* financieras). Sería bueno que se generalizase a la salud, el mercado de trabajo o, por qué no, el ámbito rural.

En su esencia, un *sandbox* es un **entorno regulatorio experimental que desemboca en un nuevo entorno regulatorio mejor adaptado a los avances tecnológicos y en los modelos de negocio**. Entre la ausencia de normas y la presencia asfixiante de las mismas caben muchos entornos. El paso de uno a otro es habitual, pero lleva tiempo y tradicionalmente ha supuesto la emergencia de zonas grises en las que se dan

simultáneamente redundancias normativas, contradicciones entre normas vigentes y también lagunas normativas. La **metodología del *sandbox* permite controlar el cambio regulatorio teniendo en cuenta los intereses de todas las partes** (interés común, regulador, regulados y competidores) **y evitando disfunciones regulatorias**. Al tratarse de un entorno experimental, **los incumplimientos normativos están admitidos como una vía de aprendizaje**.

Un *sandbox* rural puede parecer una contradicción en los términos, porque (dirán muchos) la innovación tiene lugar en las grandes empresas o en las grandes urbes, de la mano de la tecnología y, en el caso del *sandbox*, más concretamente, estamos hablando de *fintechs*; es decir, *start-ups* en la frontera de la tecnología aplicada a las finanzas. Obviamente no son estos, *mutatis mutandis*, los términos en los que se expresaría un *sandbox* rural. Más bien, se trataría de **crear un entorno de experimentación regulatoria para resolver una amplísima casuística de pequeñas empresas, microempresas y autónomos** que actúan en el territorio en **imposibilidad de cumplir requisitos administrativos** imposibles para su escala o que actúan en el **limbo legal ante la imposibilidad de aguantar** hasta que les llega una simple licencia de apertura de un local o inicio de la actividad.

Sin descartar en absoluto, porque ya está sucediendo, que avanzadas

JOSÉ ANTONIO HERCE es socio de LoRIS.
Twitter: @_Herce

start-ups dedicadas a la innovación social-rural, a la conectividad y a la movilidad colaborativa, o a la modernización de las actividades agrícolas, ganaderas o forestales, se estén encontrando con infinidad de problemas para desarrollar sus actividades; en el ámbito rural, se constata desde hace décadas (idécadas!) que una pequeña quesería artesana, incapaz de cumplir abrumadores requisitos exigibles a una planta industrial de doscientos trabajadores, o un botiquín de farmacia rural, que opera desde un local en el límite de la superficie permisible y desea servir a domicilio con intermediarios, o un simple taller de reparaciones de vehículos que necesita su licencia de apertura, puedan operar sin agotar su circulante antes de recibir los permisos correspondientes. Menos aún, que puedan sobrevivir a contenciosos con las autoridades competentes.

El mundo rural necesita reglas, como todos. Pero deben ser otras reglas, no las de las grandes unidades productivas. Sí, las que, sin dejar de proteger a los consumidores, permitan a quienes les abastecen de bienes y servicios **una operación eficaz y eficiente**, sin sobrecostes o impedimentos por la exigencia de cumplir requisitos imposibles. El establecimiento de estas reglas adaptadas no puede hacerse a «hechos consumados», atravesando contenciosos interminables y costosos, ni arriesgándose a que, en la batalla, o en los comportamientos irresponsables, el fuego

cruzado acabe perjudicando a los usuarios. Debe hacerse en un **entorno experimental controlado**, en complicidad entre los agentes del mercado, eventualmente los innovadores rurales, y sus reguladores. En un *sandbox*.

Este *sandbox* **rural** podría convocarse inmediatamente facultando a las Consejerías pertinentes para establecer una primera selección de casos a tratar, plazos y modalidades, contenidos y protocolos de actuación. En el límite, la «declaración responsable» debería ser el testigo de la voluntad de avanzar, un verdadero icono de la modernidad. Una declaración responsable requiere tres cosas: (i) la honestidad y el deseo de cumplir de quien la suscribe, (ii) la capacidad de verificar que efectivamente se produce el cumplimiento y (iii) la firmeza a la hora de sancionar a quien no lo cumple. ¿Cumplir qué? Ahí radica la parte esencial, en que **las normas a cumplir sean verdaderamente capaces de producir el resultado que pretenden**: proteger a los consumidores, sin retóricas.

La aprobación de un *sandbox* rural sería toda una declaración institucional de intenciones de **dotar al ámbito rural de un ingente atractivo para el emprendimiento**, innovador y convencional, tecnológico y social. Sería una gran noticia para la España despojada ::



«Una globalización más limitada, más lenta en el mejor de los casos, es otra de las consecuencias más explícitas que ha dejado la pandemia»

El día después: globalización pautada

Seguimos pasando revista a las huellas que dejará la crisis originada por la pandemia, a las consecuencias con mayores probabilidades de arraigar en el sistema económico global. En entregas anteriores hemos visto el papel de las administraciones públicas en la gestión de las crisis, de la actividad económica, la mayor atención al cuidado medioambiental y el enquistamiento de niveles elevadísimos de endeudamiento público y privado que habrá que sortear durante bastantes años. Ahora quiero llamar la atención sobre la **ralentización de la dinámica de globalización**, sobre el control del alcance de las perturbaciones que están condicionando su evolución.

Una globalización más limitada, más lenta en el mejor de los casos, es otra de las consecuencias más explícitas que ha dejado la pandemia. También forma parte de las tendencias observadas desde años antes, de la que di cuenta en el libro *Excesos*. La crisis de 2008 provocó una inflexión muy clara en los flujos de capitales internacionales en todas sus categorías, pero también en el volumen de comercio internacional. Se interrumpieron esas tasas de expansión de los intercambios internacionales de bienes que duplicaron ampliamente las del crecimiento económico global durante bastantes años. La llegada a la Casa Blanca de Donald Trump acentuó la **contracción del comercio a través de incrementos aran-**

celarios, de la generación de tensiones comerciales con distintos países, en particular China, pero también de la desautorización de las instituciones multilaterales, en particular de la Organización Mundial de Comercio (OMC), con el consiguiente enrarecimiento y generación de incertidumbre al respecto. No menos relevante en esa dirección de reversión de la dinámica de integración global fue la adopción de políticas tendentes a la repatriación de inversiones estadounidenses en el exterior, de una vuelta a casa incentivada con beneficios fiscales a las empresas multinacionales que relocalizaran en territorio americano inversiones directas en el exterior.

Todas esas decisiones cuestionaban la tendencia dominante hasta entonces de distribución de los procesos de producción entre diversos países, atendiendo únicamente a la optimización de estos, a través de la extensión de las **cadenas de valor transfronterizas**. No se trataba solo del tradicionalmente más internacionalizado sector del automóvil. La guerra fría tecnológica, las tensiones en torno a empresas digitales entre EEUU y China acentuaron también esas amenazas de reversión de la integración en la producción internacional de los sectores más dinámicos en torno a las tecnologías digitales.

La emergencia de la epidemia y la más pronunciada y sincrónica recesión económica de la historia demostraría el alcance de la globalización, de la facili-

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

dad de los contagios, el vírico y el económico, en un espacio cada vez más permeable. La inmovilidad inicial en algunas provincias chinas ilustró aún más si cabe la **interdependencia global**. Colapsaron muchas cadenas de valor transfronterizas que tenían centros de producción en esas provincias. El transporte marítimo se hundió y con él la actividad portuaria. Y a ello siguió en los cuarteles generales de algunas multinacionales un **cuestionamiento sobre la continuidad de esa descentralización productiva**. La dependencia del resto del mundo ha pasado a revisarse estratégicamente en muchos sectores empresariales.

Ese cuestionamiento **no significa necesariamente que vayamos a asistir a una gran reversión de la dinámica de globalización**, sino que el análisis coste-beneficio de las decisiones de diversificación internacional de la producción pasa a incorporar algunos **factores nuevos** como los que ha revelado la pandemia. Junto a la distinta **atención sanitaria de los países**, uno de los más importantes es la **radical reducción de la movilidad física**. Pero su contrapartida, el aumento de la interacción y comunicación telemática, ya forma parte de las oportunidades que ha deparado. Y es que es verdad que en estos meses de confinamiento la **digitalización** en su acepción más amplia, desde la disposición de infraestructuras digitales hasta la popularización del uso de las de carácter comunicativo, han acelerado su expansión, su extensión entre segmentos de población. Han acentuado su carácter multipropósito de forma muy destacada.

Por tanto, no es arriesgado afirmar que **la tecnología seguirá favoreciendo la globalización**. Desde luego la comunicación, pero también los intercambios, desde culturales a los servicios. El crecimiento del **comercio electrónico transnacional** es significativo. Esa misma extensión de las tecnologías digitales tendrá efectos, desde luego a corto y medio plazo sobre el transporte internacional de personas, en la medida en que se han verificado las ganancias de eficiencia asociadas a la comunicación telemática. De la misma forma que las distintas modalidades de **trabajo remoto** irán avanzando; no hasta desplazar el trabajo presencial, pero quizás para hacer ambos mucho más compatibles que hasta ahora. Desde luego en empresas

multinacionales con centros en distintos países. También la movilidad internacional de estudiantes se verá influida por ese uso ahora intensivo de la **enseñanza virtual**. No desaparecerán ni mucho menos los atractivos de algunos campus universitarios, pero sí acentuarán su despliegue tecnológico para llegar a esa demanda ya no tan dormida como la asociada a la enseñanza a distancia, no presencial.

Lo que la pandemia no ha alterado son las **tensiones introspectivas, proteccionistas** de algunos países. Mucho me temo que esas tensiones propias de una guerra fría de nuevo cuño sigan vigentes. La confrontación entre China y EE. UU. no desaparecerá, incluso si en la Casa Blanca ya no está Donald Trump a partir de noviembre. La desconfianza no se ha reducido precisamente tras la pandemia. El origen del virus y la desigual información sobre la gestión de la crisis no han reducido la desconfianza previa entre ambos países. De hecho, los demócratas, en lo esencial, no están muy distanciados de los republicanos, aunque sus modales sean distintos y, desde luego, el respeto a las instituciones multilaterales sea mayor.

Este último aspecto es central. **La globalización podrá ralentizarse, pero para que no se convierta en una fuente de conflictos es esencial que se restablezcan las reglas y la autoridad de las instituciones multilaterales**. Empezando por la OMC, pero siguiendo por la propia Organización Mundial de la Salud (OMS), esencial ahora y en el futuro.

Si la dinámica de integración internacional no solo se reduce, sino que va acompañada de tensiones nacionalistas, **las decisiones de las empresas multinacionales se verán condicionadas**, los flujos de inversión extranjera directa se contraerán y también con ellos las ventajas asociadas a la competencia global en la producción de bienes y servicios. Los precios de bienes y servicios serán mayores. **El consumidor volverá a sufrir las consecuencias**.

Con todo, tampoco deberíamos descartar un escenario que hiciera de la necesidad virtud y «reseteara» la dinámica de globalización eliminando excesos y amenazas, pero al mismo tiempo aprovechara las ventajas de los intercambios internacionales de todo tipo, culturales, económicos, financieros y educativos. A tiempo estamos ::

