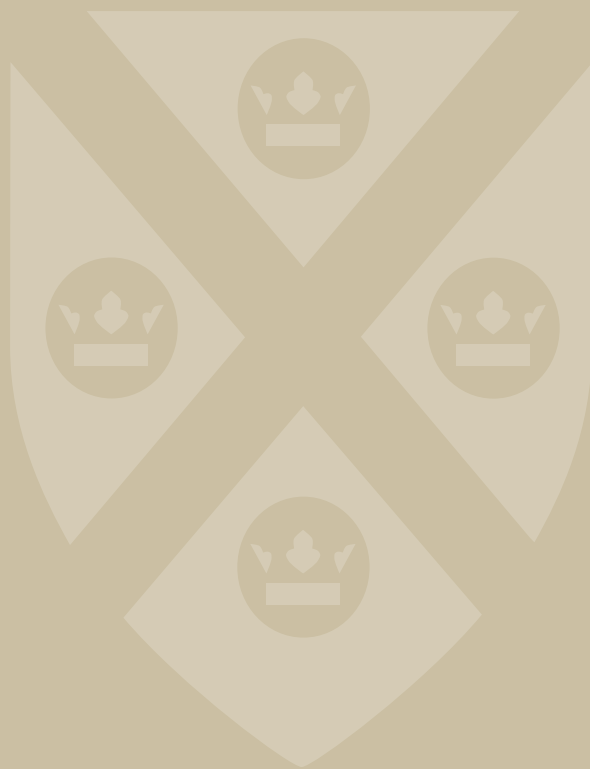


Reflexiones jurídicas y financieras pos-COVID-19



Mayo de 2020



ÍNDICE

Carta de presentación

Álvaro Martínez- Echevarría y García de Dueñas, Director General del IEB

7

CAPÍTULO I: REFLEXIONES JURÍDICAS POS-COVID-19

1. Crisis Sanitaria y retos para el Derecho

José Miguel Serrano, Director académico del IEB

11

2. Impacto del COVID-19 en el ámbito laboral: medidas adoptadas y algunas reflexiones de futuro

Carlos de Fuentes G^a-Romero de Tejada, Prof. Dr. Derecho del Trabajo y Grado en Derecho y Máster en Bolsa del IEB

17

3. Perspectivas del teletrabajo en España tras el COVID-19: ¿se ha producido un cambio de paradigma en las relaciones laborales?

Carlos Martínez Cebrián, Profesor del Master de Acceso a la Abogacía del IEB y Director Departamento Derecho Laboral en Madrid en Ventura Garcés López-Ibor

25

4. Estímulos fiscales de choque a implementar tras la crisis económica del COVID-19

Pablo Chico de la Cámara, Catedrático de Derecho Financiero y Tributario y Profesor del Master de Acceso a la Abogacía del IEB

31

5. Una interpretación teleológica de las reformas concursales tras COVID-19

Carlos Perelló Yanes, Profesor del Programa de Especialización en Derecho de los Mercados Financieros del IEB, fundador y managing partner de Perello&Biosca&Cabrera SLP

39

6. Constitución económica y coronavirus

Daniel Berzosa, Profesor de Derecho Constitucional del IEB y abogado

45

CAPÍTULO II: DESAFÍOS DE ESPAÑA TRAS COVID-19

1. Los desafíos macroeconómicos que afronta España para el II Semestre de 2020

Javier Santacruz Cano, Profesor del IEB y socio de Long-Tail Risk Partners

53

2. Oportunidades de inversión en el momento actual

Javier Niederleytner García, Profesor del Máster en Bolsa y Mercados Financieros del IEB y Agente Financiero en Bankinter
Álvaro Drake, Codirector del Máster en Bolsa y Mercados Financieros del IEB

59

3. Los mecanismos de protección al partícipe ante suscripciones y reembolsos

Carlos Fernández Herraiz, Profesor del Master in International Finance del IEB y Senior Advisor en Grant Thornton Spain

65

4. ¿Está la banca española preparada para afrontar el shock?

Juan Abellán Marichalar, Co director del Máster en Finanzas y Banca Digital del IEB y Socio Director de Formathe Consultores

71

5. ¿Cómo se valora una compañía ante la actual situación de incertidumbre?

Juan Alberto Sánchez, Profesor del Máster de M&A y Private Equity del IEB y director en V4 Financial Partners

77

6. COVID-19, la primera gran crisis de Bitcoin

Salvador Casquero Algarra, Codirector del Programa Directivo de Innovación Digital y Fintech del IEB y presidente de 2gether

83

7. Big Data e Inteligencia Artificial en la lucha contra el COVID-19

José María Viñals Camallonga, Profesor del Programa Especializado en Blockchain del IEB y socio de Squire Patton Bogs
Carolina Gamba Pereira, Asociada de Squire Patton Bogs

89

8. Globalización en tiempos de COVID-19: hacia un modelo de Credit Scoring Universal <i>Daniel Díez, Asesor en estrategia Digital y Profesor del Programa Especializado en Blockchain del IEB</i>	95
9. El desafío del pago de las pensiones públicas y el coronavirus <i>Jesús Pérez Pérez, Profesor del IEB y consultor en Actuarios y Servicios Financieros</i>	101
10. La estrategia empresarial tras el COVID-19 <i>Jorge Medina Aznar, Profesor del Master in International Finance del IEB y consejero de Enefgy</i>	109
11. Coronavirus y fondo verde de activación PYME <i>Ramón Casilda Béjar, Profesor del IEB</i>	115
12. Un futuro internacional: un nuevo orden ha llegado <i>Diego Pitarch, Profesor del Master in International Finance del IEB y director UDN Digital Transformation en CITD Engineering & Technologies</i>	121
13. El acuerdo extrajudicial en situación de insolvencia <i>Jesús Hernando Sarria, Profesor del IEB y CIO en INEO Corporate</i>	127

CAPÍTULO III: VISIÓN MACROECONÓMICA Y FINANCIERA GLOBAL

1. Tenemos un “New Deal” o un nuevo “Plan Marshall” <i>Paul Moran Sheehan, Director del Centre of European Union Studies y profesor del Master in International Finance del IEB</i>	135
2. El petróleo, un tablero de ajedrez <i>Luis Fernando Utrera Infantes, Subdirector del Máster en Bolsa y Mercados Financieros del IEB</i>	141
3. La Economía Pos-CORONAVIRUS <i>Rodrigo Villamizar Alvargonzález, ex Ministro de Energía de Colombia y Embajador, Jefe de Estrategia de Kaiserwetter Energy Asset Management S.L.U. y profesor del IEB y de la U. de San Diego</i>	149

Carta de presentación

Álvaro Martínez- Echevarría y García de Dueñas,
Director General del IEB

La difícil situación que el mundo está viviendo, en España se ha transformado en tragedia por la falta de previsión y liderazgo mostradas por quienes más obligados estaban a practicar esas dos virtudes. No es cómodo presentar unas *“Reflexiones jurídicas y financieras pos-COVID-19”* cuando todavía estamos inmersos en las dramáticas consecuencias sanitarias y humanas que la pandemia está provocando en nuestra nación. Pero a idéntica incomodidad se han enfrentado los profesores de IEB que han elaborado los distintos análisis que se contienen en este documento.

Es indudable que, añadido al dolor que acompaña a tantas pérdidas humanas, en el horizonte amenaza una crisis económica de dimensiones aún desconocidas. Encaminados a afrontarla, presentamos estudios sobre los desafíos con los que España se va a encontrar en los próximos meses del año 2020, analizamos la estrategia empresarial ante los mismos y las posibles oportunidades de inversión. Junto a esto, exponemos cuáles pueden ser los mecanismos de protección para esos inversores y los del pago de las pensiones públicas.

También somos conscientes de que vanguardistas métodos de pago como las criptomonedas o nuevas herramientas de decisión, como el Big Data o la Inteligencia Artificial, pueden desempeñar un papel clave en el nuevo entorno al que vamos a enfrentarnos.

Añadido al previsible contexto de crisis, vemos que en el terreno energético se avizora un combate entre las naciones productoras de petróleo, que ven desplomarse el precio del barril de crudo a causa de una fuerte caída de la demanda. Lo anterior está generando graves problemas de almacenamiento que van a implicar importantes tensiones en el comercio internacional.

Por otra parte, el IEB es un Centro de Estudios que nació vinculado al ámbito del Derecho, motivo por el que presentamos varios análisis sobre los aspectos jurídicos de nuevas situaciones producidas por la pandemia y el subsiguiente confinamiento: el teletrabajo, las relaciones laborales y las medidas legislativas de naturaleza tributaria, son cuestiones tratadas en el presente documento.

Finalmente, es de capital importancia la defensa de Derechos Fundamentales ante algunas actuaciones de dudosa legalidad. Por ese motivo, la posible responsabilidad jurídica de quienes pretenden adoptar esas medidas, así como la de los que con su inacción provocaron la catástrofe, es muy probable que se conviertan en una interesante realidad judicial en un futuro no lejano.

CAPÍTULO I:

REFLEXIONES JURÍDICAS POS-COVID-19

1.

José Miguel Serrano

| *Crisis Sanitaria y retos para el
Derecho*



Crisis Sanitaria y retos para el Derecho

José Miguel Serrano, Director académico del IEB

Como toda situación en la que están en riesgo la salud individual de la mayoría de la población, una pandemia en el nivel mundial, exige la ponderación de las exigencias sanitarias, tal como las interpreta legítimamente el gobierno, pero también la opinión pública y el orden jurídico, con la protección de los derechos fundamentales, cuya limitación está muy controlada en las denominadas constituciones de postguerra, de la que la española del 1978 es el último ejemplo. Y ello porque la experiencia del último siglo había presentado dos realidades contrapuestas. Una la pretendida ineficacia de ciertos regímenes parlamentarios para hacer frente a graves crisis, y la otra la tendencia a abusar por parte de los ejecutivos de las alarmas.

La tradición española en este sentido ha sido especialmente preocupante, no sólo por el juego constante de la Ley de Defensa de la República sino por el hecho de que los gobiernos de los

años sesenta y primeros setenta del pasado siglo se pasaron prácticamente esos decenios suspendiendo los limitados derechos que habían reconocido.

Otra observación que el jurista debe hacer es que las garantías jurídicas no son una limitación, una deficiencia, a la hora de hacer frente a crisis. La pandemia tiene su origen en Wuhan - China y es evidente que los instrumentos de defensa social no pueden ser los mismos. Pero no pueden ser los mismos por una ventaja de nuestros sistemas de garantías respecto al habitual comportamiento de gobiernos como el del Partido Comunista Chino. La opacidad se hace imposible y eso es una ventaja. Aquí se exigirán responsabilidades, se expresará libremente la opinión y se tendrá una idea bastante cierta de lo que ha acontecido.

Una cuestión jurídico-política que no es secundaria es si esta posible opacidad generaría responsabilidades tal como han adelantado gobiernos como el de EEUU, Australia, el Reino Unido o Francia. También se discute la pretendida complacencia de las autoridades políticas de la OMS con el Gobierno de Pekín.

No se ha discutido entre nosotros que la situación que estalló públicamente a partir del 9 de marzo requería un Estado de Alarma. Era notorio para una amplia mayoría que se precisaba una coordinación de respuesta que emplease todos los medios del Estado para hacer frente a una situación excepcional. El hecho de que de facto tuviésemos 17 sistemas sanitarios, de que algunas Comunidades como Madrid estuviesen al borde del colapso, de que hubiese que tomar medidas de intervención en Comercio e Industria, que se requiriese un marco común para hacer frente a la situación no se ha discutido más que por unos pocos.

La acción del Estado, dejando de lado los aspectos económicos y laborales que no trataré por la extensión de esta tribuna, se centraba a mi parecer en dos aspectos fundamentales, por un lado, en salvaguardar el sistema sanitario de un colapso que se estaba produciendo mediante una supresión extraordinaria de los contactos personales, académicos, económicos y sociales. El objeto era alargar la curva de contagios, salvar las urgencias y dar tiempo a la preparación de medidas extraordinarias, nuevos hospitales etc. Es lo que se ha llamado el confinamiento que ha sido un éxito a base de una gran concienciación social y de 600.000 sanciones, sobre las que volveremos.

El otro aspecto debía dedicarse, en primer lugar, a salvar al personal sanitario dándoles los elementos de protección que permitiesen que continuase

su actuación. Estas medidas correspondían principalmente al Estado y a las Comunidades Autónomas. Es pronto para decir si se ha logrado, pero hay acciones jurídicas en curso emprendidas por quienes piensan que no se han cumplido los deberes de diligencia. Ciertamente nadie puede dar lo que no tiene, pero si se entendiese que ha habido escasa pericia podría haber consecuencias jurídicas.

Además, fue urgente intervenir sobre las residencias de ancianos y algunos discapacitados. En las primeras se estaba produciendo un número de muertos que en buena medida explica la diferencia española respecto a países de nuestro entorno. El momento de la intervención y su eficacia va a tener importancia en la delimitación de responsabilidades que investiga la fiscalía y que indudablemente va a producir también un número de causas judiciales que colapsará la siempre colapsada justicia.

En este punto se ha hecho hincapié en la cuestión de los triajes para el acceso a las UVI,s y los medios limitados en esta epidemia que manifiesta sus casos más graves en neumonías bilaterales. Toda aplicación de selección en cuestiones que afectan a la vida en controvertida. Hay que decir que tanto el Ministerio de Sanidad como órganos asesores como el Comité de Bioética de España insistieron en que los criterios debían ser clínicos y evaluados en cada caso.

En ninguna circunstancia se indicó que criterios como la edad o la deficiencia pudiesen ser factores únicos que pudieran limitar el acceso. No obstante, el no traslado a hospitales de algunos enfermos y rumores sobre prácticas concretas hacen prever que aquí también habrá litigiosidad.

Finalmente, el confinamiento debía dar tiempo a que se emprendiese una acción tendente a discriminar infectados, asintomáticos, personas que hubiesen

superado la enfermedad y tuviesen anticuerpos etc. Que esto es muy importante no se le escapa a nadie pues hay que sustituir un régimen de confinamiento general por uno de cuarentenas médicamente indicadas. Las razones son muy claras. Ninguna nación puede soportar un cierre de meses y además este sólo se justifica excepcionalmente para hacer frente a la inmediata emergencia. En este punto sólo el tiempo dirá si la acción del Gobierno y de las Administraciones que han concentrado tanto poder ha sido adecuada en relación con los países de nuestro entorno.

Una cuestión fundamental sobre lo que estamos tratando es si la regulación y la aplicación concreta de este Estado de Alarma se ajusta a los límites constitucionales. La regulación específica y la escasa jurisprudencia aclaran que en el Estado de Alarma no se pueden suprimir Derechos Fundamentales que se enumeran en Constitución. De esta forma y como ejemplo se indica que se puede limitar el desplazamiento y la circulación en ciertos casos, pero eso sería distinto de establecer un régimen de arresto domiciliario con algunas excepciones, lo mismo ocurre con la libertad religiosa, no se puede suprimir el culto ni en la norma, que no lo hace, ni en la práctica; no se puede suprimir la libertad de expresión convirtiendo al crítico en un enemigo o aliado del virus etc. El Supremo se pronunciará previsiblemente sobre alguno de estos aspectos y de ellos estamos pendientes.

Finalmente, y en lo que afecta a los ciudadanos, el régimen sancionatorio ha sido también muy discutido. Se está sancionando por desobediencia y agravando por criterios interpretativos de los propios agentes de la autoridad, y ambas cosas son criticables en muchos casos. Además, parece haber una discrepancia entre la interpretación de la Abogacía del Estado, que fue la que mantuvo

Interior en el pasado, y la actual de Interior que por decirlo de una forma suave hace muy elástico el tipo.

2.

Carlos de Fuentes García Romero de Tejada

*Impacto del COVID-19 en el
ámbito laboral: medidas adoptadas
y algunas reflexiones de futuro*



*Impacto del COVID-19 en el ámbito laboral: medidas adoptadas y algunas reflexiones de futuro*¹

Carlos de Fuentes G^a-Romero de Tejada, Prof. Dr. Derecho del Trabajo y Grado en Derecho y Master en Bolsa del IEB

Analizar retrospectivamente lo que ha supuesto el COVID-19 es hasta cierto punto, sencillo. Ahora parece que todos somos expertos en curar pandemias, como entrenadores de fútbol, que todos llevamos uno en nuestro interior y sabemos más que nadie. La dificultad estriba en la ingente información y comentarios existentes que no permiten ver con claridad el bosque. Pero más difícil es tratar de hacer alguna reflexión de futuro sobre qué ocurrirá en el ámbito laboral por efecto de este virus. Una cosa y la otra es la que voy a tratar de hacer de una manera breve, constreñido por las dimensiones de este comentario.

El COVID-19 es, claramente, una causa de fuerza mayor y también económica, técnica, organizativa o de producción que permite al empresario tomar

decisiones para gestionar su organización. Si no se hubiera aprobado ninguna medida por el gobierno, nuestro Derecho del Trabajo posibilita al empresario adoptar medidas para capear el temporal. Provocaría sin duda un aumento desmesurado del desempleo y, en algunos casos, se habría optado por la suspensión de empleo (los ahora famosos ERTES, de expedientes de reducción temporal de empleo) en lugar de extinguir las relaciones laborales.

La acción gubernamental tendría que provocar revertir esas decisiones: por un lado, lograr la opción mayoritaria por la suspensión y no por los despidos económicos y, por otro, proveer una mayor protección social al trabajador/a y, en general, dar la mayor confianza posible para que las empresas

¹ Agradezco los comentarios sobre el tema a: JUANES, C. (IE Business School); MATEOS, J. (Kemin Industries); MEDINA, P. (Administrador Civil del Estado); PALACIOS, C. (Banco Santander) y SAGI-VELA, S. (Bankinter).

traten de minimizar el impacto negativo que de por sí trae consigo una eventualidad de estas características.

La flexibilidad que ya permite nuestra legislación laboral es la que ahora se invoca para lograr sobrellevar de la mejor manera posible esta crisis. Los mismos que hace pocos días criticaban los mecanismos legales que permiten la flexibilidad en el empleo, son los que piden recurrir a ellos en estos momentos para evitar despidos.

Como se sabe, el gobierno español ha aprobado 9 Reales Decretos Leyes en estos días, con un total de 44 medidas sociolaborales². Una primera reflexión es que, lo cierto, es un número nada desdeñable y denota que, aunque sea con cierta demora, el gobierno parece haber asumido su papel de tratar de reconducir las consecuencias del COVID-19. No obstante, se puede criticar en algún punto la inseguridad que en algunos momentos ha provocado, pues hubo días que hasta altas horas de la noche no se sabía quién tenía que ir a trabajar al día siguiente. Pero más allá del número, lo deseable es el acierto de los decretos.

Para la valoración de los mismos, parto de la dificultad que han tenido nuestras autoridades teniéndose que enfrentar a una situación sin precedentes. Ahora bien, creo que si bien amortigua la crítica no exonera de toda responsabilidad. Sin tener la capacidad aquí de analizarlos en profundidad, lo que voy a hacer son dos cuestiones: por una parte, expondré al menos, dos argumentos de política legislativa que nos ayuden a comprender la actuación gubernativa. Y, en segundo término,

pondré en relación dicha actividad con las medidas adoptadas en otros Estados.

Para comenzar con el primero de los puntos, diremos que las nuevas medidas de apoyo previstas por el gobierno, por ejemplo, las ayudas de flexibilización de los ERTES para promocionarlos y evitar despidos, exigen la acreditación del impacto de la pandemia en la actividad empresarial. Es decir, el gobierno parece que no quiere ver la gran conmoción que esta crisis está provocando ya en la economía y, por ello, requiere que haya que probar la afectación del COVID-19 en cada empresa.

Ello sin duda demuestra una visión de desconfianza hacia la gestión empresarial difícil de explicar en la situación que estamos viviendo y, además, exige constatar por la Autoridad Laboral que tal situación alegada por el empresario es cierta. Para ello se requeriría un ejército de funcionarios que, por otra parte, no se ha habilitado, lo cual lleva al paroxismo, agravando el problema económico que ya de por sí estamos sufriendo por la pandemia.

Asimismo, algunas de las nuevas directrices, como ocurre en la prestación por cese de actividad de los autónomos, circunscriben sus efectos al ámbito temporal del Estado de Alarma, sin servir a paliar las negativas consecuencias de la crisis que van mucho más allá del tiempo de confinamiento.

Un ejercicio interesante es poner en relación las disposiciones españolas con las aplicadas por otros países³. En este sentido, la comparativa con los países de la Unión Europea no nos deja en mal lugar. La tónica general es muy parecida, con algunas honrosas excepciones entre las cuales

² Una refundición de todas las medidas sociolaborales está accesible en: <https://ignasibeltran.com/covid-19-refundicion-rdley-8-20-9-20-10-20-11-20-y-12-20/>

³ Pueden consultarse las medidas adoptadas por cada país en: <https://www.ilo.org/global/topics/coronavirus/country-responses/lang-en/index.htm#US>

destacamos a nuestros vecinos portugueses y franceses. Los primeros, han previsto que los primeros 14 días de aislamiento profiláctico sea equivalente a enfermedad a los fines de protección social con un pago correspondiente al 100% de la remuneración y no sujeto a un periodo de espera.

Asimismo, el gobierno ha exonerado directamente a los empresarios de los pagos a la seguridad social por bajas o cierres decididos por las autoridades sanitarias, así como durante el primer mes tras la reanudación de la actividad. Por su parte, el gobierno Galo ha previsto un plan a corto plazo de apoyo masivo al empleo, incidiendo especialmente para las empresas con un volumen de negocio pequeño.

Como se observa, ambos ejemplos muestran cómo las medidas adoptadas por nuestro gobierno podrían haber ido en la línea de dotar de mayor confianza a los actores del mercado, de modo general y sin exigir demostraciones por parte de las empresas para de esta manera posibilitar que el hundimiento de la economía sea algo menor.

En fin, debemos partir de que ya nuestro sistema tiene mecanismos para atender los estados de necesidad. Ahora se trataría de dotarlos de suficientes recursos para lograr transmitir cierta calma económica a los bolsillos de empresas y trabajadores, sobre todo de los autónomos cuya protección social no es tan sólida.

Desde nuestro punto de vista, se precisaría un mayor apoyo a las empresas para que logren sacar fondos para que puedan mantener los empleos y en relación a los autónomos, siguen estando en gran medida olvidados, porque las tibias disposiciones que se han previsto para ellos, más tardíamente

que para el resto, no alcanzan a proteger sus necesidades reales.

Para terminar, algunas reflexiones para el futuro:

- **Cuidar al empleado:** las empresas tienen que tener en cuenta el impacto del COVID-19 en sus colaboradores, sobre todo en los casos que hayan sufrido la enfermedad o la pérdida de algún familiar o, simplemente, por cómo está afectando esta larga situación en los hogares. Nos consta que algunas empresas están acompañando en estos momentos a sus trabajadores con programas de apoyo psicológico.

- **El teletrabajo ha venido para quedarse,** pero requiere en las PYMES una inversión en tecnología, un aprendizaje y un cambio de mentalidad que debería ser apoyado por el sector público. De alguna manera, aprovechar el momento para condicionar ciertas ayudas a determinadas inversiones y diseño de puestos de trabajo aptos para el trabajo virtual y, de esta manera, catapultar el cambio de nuestra economía.

- Hay que tener en cuenta la **bajada de productividad de los millones de hogares con niños sin colegio.** Las empresas deben ser comprensivas e imaginativas. Experiencias de apoyo desde el sector público en algunos países europeos también tendrían que ser imitadas por nuestros gobernantes.

- **¿Las empresas serán más solidarias en lo venidero?** Es más que probable, pues lo cierto es que ha habido una valoración muy positiva de las empresas que han mostrado un lado humano en esta crisis, bien por realizar donaciones, bien por mantener puestos de trabajo⁴. El impacto reputacional de las empresas es un valor al alza. Ciertamente estas cosas salen de forma natural y

⁴ Un ejemplo en: <https://www.ceoe.es/es/contenido/actualidad/noticias/el-proyecto-empresas-que-ayudan-de-la-fundacion-ceoe-abre-sus-lineas-para-empezar-a-canalizar-donaciones-empresariales-frente-al-covid-19>

están (o no) en el ADN de los líderes y contagian de esta manera a sus organizaciones; pero que trabajadores, clientes, sociedad en general, hablen bien de una entidad, en una sociedad hiperconectada y en los foros adecuados, no tiene precio.

La imagen de marca solidaria y que cuida al empleado, y que estas impresiones logren superar a los comentarios negativos en las grandes empresas y multinacionales, va a tener una mayor presencia en la gestión empresarial del futuro.

- **Debemos ir preparándonos para la siguiente crisis.** Los representantes sindicales y las organizaciones empresariales deben liderar este tema, haciendo una comisión ad hoc (los ejemplos danés e inglés tienen que ser un acicate). Las soluciones pactadas en tiempos de calma nos harán mejores y más fuertes y hará realidad el refrán castellano de que "no hay mal que por bien no venga". Y seguro que los inversores a partir de ahora las tendrán muy en cuenta.

Nos enfrentamos a una nueva realidad, como bien dice el Director General de la OIT no sólo a una crisis sanitaria, sino a una emergencia económica y laboral de primera magnitud. No debemos ponernos de perfil y todos debemos aportar nuestro grano de arena. Como indicó el Papa Francisco en su alocución en la Vigilia Pascual, no es momento para la indiferencia y para dejar a nadie atrás; que los que tienen las manos llenas, compartan con quien las tienen vacías. Veremos cómo queda todo esto y si acertamos con las medidas adoptadas.



Fuente: EFE

3.

Carlos Martínez Cebrián

Perspectivas del teletrabajo en España tras el COVID-19. ¿Se ha producido un cambio de paradigma en las relaciones laborales?



Perspectivas del teletrabajo en España tras el COVID-19. ¿Se ha producido un cambio de paradigma en las relaciones laborales?

Carlos Martínez Cebrián, Profesor Master de Acceso a la Abogacía del IEB y Director Departamento Derecho Laboral en Madrid en Ventura Garcés López-Ibor

La crisis del Covid-19 ha planteado numerosos retos a las empresas desde la perspectiva de la gestión de sus recursos humanos. Uno de los retos más importantes, si no el principal, al que se han enfrentado las empresas en España es la implantación, de forma apresurada en muchos casos, de sistemas de teletrabajo.

La regulación del teletrabajo en España es muy reciente y, a la luz de los acontecimientos relacionados con la crisis del Covid-19, manifiestamente insuficiente. Cabría plantearse si el reto que ha supuesto instaurar sistemas de teletrabajo durante la pandemia de Covid-19 servirá de acicate para que el legislador y los agentes sociales desarrollen esta figura.

Una de las razones que podría explicar el desinterés del legislador y de los agentes sociales por la figura del teletrabajo es que, hasta el momento, el

teletrabajo ha sido considerado, casi en exclusiva, una herramienta útil a los efectos de la conciliación de la vida laboral, personal y familiar. No obstante, la crisis del Covid-19 podría cambiar ese análisis, en dos sentidos: (i) el teletrabajo puede contribuir a la conciliación, pero, mal entendido, también puede impedirla; y, por otra parte, (ii) las empresas habrían podido comprobar que, determinados procesos, ganan en eficiencia aplicando sistemas de teletrabajo.

Es decir, el tiempo dirá si el teletrabajo deja de ser percibido, casi únicamente, como un beneficio para los trabajadores, para ser considerado, en adelante, una forma más de organización del trabajo, que puede generar eficiencia en las organizaciones empresariales.

En este escenario, sería deseable que el legislador y los agentes sociales desarrollaran un cuerpo

normativo que dotara de seguridad jurídica a empresas y trabajadores, a la hora de aplicar métodos de teletrabajo. Efectivamente, la tarea no debe recaer únicamente en el legislador, pues serán los agentes sociales —organizaciones empresariales y sindicatos— los que deberán adaptar la regulación del teletrabajo a cada sector económico.

Aunque son muchas las áreas que requerirán la atención del legislador y los agentes sociales en relación con el teletrabajo, algunas de las principales podrían ser las siguientes.

1. Interacción entre el derecho a la desconexión digital y el teletrabajo

Es evidente que el establecimiento de sistemas de teletrabajo en las organizaciones empresariales requerirá el uso intensivo de tecnologías que permitan la prestación de servicios a distancia.

La experiencia demuestra que el uso de las nuevas tecnologías en el ámbito laboral supone una mejora de la eficiencia del factor trabajo. No obstante, no es menos cierto que dichas tecnologías han provocado, en numerosos casos, que se desdibuje el límite entre lo profesional/laboral y lo personal/familiar.

Por ello, en los últimos tiempos, ha ganado relevancia la preocupación por el derecho a la desconexión digital de los trabajadores. Sin duda, el teletrabajo domiciliario supone un reto en el ámbito del derecho a la desconexión digital, pues es complicado imaginarse una intrusión mayor de lo profesional en la vida personal que fijar el lugar de trabajo en el propio domicilio del trabajador.

El legislador y, sobre todo, los agentes sociales, deberán fijar criterios claros que permitan, a empresas y trabajadores, conocer dónde está el límite entre lo laboral y lo personal, cuando ambos

ámbitos se entrelazan tan estrechamente como sucede con el teletrabajo.

2. Control del tiempo de trabajo y teletrabajo

Una de las materias del Derecho del Trabajo que más cambios ha experimentado en los últimos tiempos es la relativa al control del tiempo de trabajo. Las últimas reformas legislativas al respecto han introducido una mayor rigidez en la gestión del tiempo de trabajo, por cuanto el empresario está ahora obligado a llevar un control diario de la hora de comienzo y finalización de la jornada de trabajo.

En mi opinión, la obligación de registro del comienzo y finalización de la jornada diaria de trabajo no es, por sí sola, un elemento que introduzca rigidez en la gestión del tiempo de trabajo. Sin embargo, dicha obligación, sumada a la dificultad de determinar qué debe entenderse por tiempo de trabajo, sí supone un impedimento importante para que las organizaciones empresariales gestionen sus recursos humanos de forma razonable.

Es decir, ¿podemos considerar que todo el tiempo que media entre el comienzo y la finalización de la jornada es tiempo de trabajo? Desafortunadamente, no existe una sola respuesta para dicha pregunta, ya que dependerá del sector de actividad y del puesto de trabajo concreto que se esté analizando.

Pues bien, la introducción del teletrabajo provocará, en su caso, una mayor dificultad para determinar qué es tiempo de trabajo. A estos efectos, la dificultad que introduce el teletrabajo no está relacionada con el establecimiento de mecanismos de registro de comienzo y finalización de la jornada —ya existen aplicaciones y software que permiten el fichaje en remoto—, sino con la determinación y control del tiempo de trabajo entre dicho comienzo y finalización.

Dado que no es posible definir el tiempo de trabajo de forma global para cualquier actividad, el legislador únicamente podrá, en su caso, establecer criterios generales. Por tanto, deberán ser los agentes sociales, mediante la negociación colectiva, los que desarrollen la regulación al respecto y establezcan sistemas de control que, además, deberán ser respetuosos con los derechos fundamentales de los trabajadores, especialmente con el derecho a la intimidad e inviolabilidad del domicilio.

3. Ley aplicable al contrato de teletrabajo

La globalización ha provocado una progresiva deslocalización productiva de la economía. Este proceso puede acelerarse en caso de que los sistemas de teletrabajo se conviertan en algo habitual.

Es decir, el teletrabajo podría llegar a eliminar al empleador que hace de intermediario en la subcontratación de servicios, siempre y cuando la actividad subcontratada no requiera de una estructura local. Básicamente, las organizaciones empresariales podrían plantearse para qué contratar un servicio con una sociedad en un tercer país, si pueden contratar directamente a los trabajadores en ese país, que trabajarían desde sus domicilios.

Esta situación plantea el problema de determinar cuál es la ley aplicable a dicho contrato de trabajo y, sobre todo, la ley de seguridad social aplicable a la relación laboral.

Resulta esencial establecer mecanismos que eviten la contratación de trabajadores en determinados países, con la única finalidad de evitar la aplicación de legislaciones más exigentes que las existentes en dichos países. Es decir, el teletrabajo no puede servir de herramienta al dumping laboral.

Desafortunadamente, la solución a estos problemas no puede provenir del legislador nacional, considerado aisladamente, sino que requiere una

respuesta supranacional. Siendo modestos en cuanto a nuestras expectativas, sería, al menos, conveniente que, en el marco de la Unión Europea, se establezcan normas específicas respecto (i) a la ley aplicable al contrato de teletrabajo y (ii) a la coordinación de sistemas de seguridad social de los estados miembros.

En vista de todo lo anterior, cabría concluir que, tras la crisis del Covid 19, se abre la oportunidad de que el teletrabajo se convierta en un mecanismo eficiente de gestión del factor trabajo. No obstante, eso solo podrá ser así, si el legislador y los agentes sociales asumen la responsabilidad de dotar a empresas y trabajadores de un marco regulatorio adecuado.

Por tanto, aunque son numerosas las cuestiones a las que el legislador deberá dar respuesta en los próximos meses —muchas de carácter urgente— sería deseable que se prestara atención a la figura del teletrabajo en el marco de la futura reforma del Estatuto de los Trabajadores.

4.

Pablo Chico de la Cámara

*Estímulos fiscales de choque
a implementar tras la crisis
económica del COVID-19*



Estímulos fiscales de choque a implementar tras la crisis económica del COVID-19

Pablo Chico de la Cámara, Catedrático de Derecho Financiero y Tributario y Profesor del Master Acceso a la Abogacía del IEB

En un intervalo temporal de menos de 45 días (es decir, desde el 10 de marzo hasta el 21 de abril de 2020), el Gobierno de la Nación ha dictado un aluvión de Reales Decretos Leyes (6.7,8,11,12 y 15/2020), en particular, ocho, al albur de lo que ha venido a catalogar como “medidas” de naturaleza económica para combatir los efectos perniciosos de la pandemia del COVID-19.

Ahora bien, tras una lectura pausada de cada una de ellas, se echa de menos estímulos tributarios de choque para ayudar a los contribuyentes a superar la crisis económica que asomará inevitablemente después de la crisis sanitaria. Nótese que la mayor parte de las normas dictadas hasta la fecha podrían calificarse como “ajustes” realizados en la esfera de los procedimientos tributarios que irremediamente han de practicarse con ocasión de esta situación jurídica excepcional marcada por los efectos

jurídicos producidos en la esfera tributaria durante este tiempo de “break”.

Frente a la ausencia en realidad de verdaderos “estímulos tributarios” contenidos en estos Reales Decretos Leyes para insuflar de aire fresco a nuestra economía, en las líneas que siguen apuntaremos algunas “medidas” que podría tener a bien adoptar el Legislador tributario (estatal y local) para minimizar la gravedad de esta situación en la que nos encontramos.

En efecto, tras este “empacho normativo” es de lamentar que el legislador no se haya preocupado de implementar verdaderos estímulos fiscales que eviten la generación de la conocida en términos económicos como la temida “(L)” -o de recesión económica aguda-, sustituyéndola por una más realista “(U)” -o de desaceleración económica intensa con recuperación a medio plazo, o bien,

a largo plazo (L___); y muy lejos ya siguiendo los recientes informes del Fondo Monetario Internacional que prevé un déficit del 8 % para España, frente a la opinión de aquellos más optimistas que soñaban con una recuperación en forma de "(V)" -tras considerar que podríamos padecer una desaceleración económica suave y coyuntural-, en el que parafraseando a nuestro Presidente del Gobierno, lo reseñable en esta situación, es que siendo realistas "el año económico 2020 ya no tendrá 12 meses, sino 10, o todo lo más 9" en el mejor de los casos..., justificado en que como señaló el líder también de la oposición: "una pandemia no entiende de apellidos, de lenguas o de códigos postales."

I - Extinción de obligaciones tributarias y reducciones fiscales

Razones de justicia tributaria avalan que algunas obligaciones tributarias no deberían devengarse o bien, en su caso, reducir proporcionalmente la cuota tributaria en función del tiempo real de uso durante la vigencia del estado de alarma.

Tras un recorrido por los distintos tributos estatales y autonómicos no hemos encontrado ninguna Administración valiente que haya decidido extinguir las obligaciones tributarias a fin de inyectar liquidez a los agentes económicos. Nos tenemos que ir al ámbito local, y así el propio art. 26.3 TR.LRHL exige que las Corporaciones Locales no giren el padrón a cobro en aquellos supuestos en el que por razones ajenas al administrado no se haya prestado el servicio o no se haya ocupado el dominio público, objeto fin como es sabido del devengo de las tasas.

Así las cosas, el Ayuntamiento de Madrid ha aprobado una bonificación del 25 por 100 de la cuota íntegra del IBI en aquellos supuestos de inmuebles destinados al comercio, al ocio, o a la hostelería, condicionado al mantenimiento del

promedio de plantilla de empleados durante el período impositivo.

Así mismo, también se ha aprobado una bonificación del 25 por 100 de la cuota íntegra del IAE en aquellos sujetos pasivos que tributen por la cuota municipal en epígrafes censales destinados al ocio, restauración, agencias de viaje, comercios y grandes superficies.

El Ayuntamiento de Barcelona ha aprobado una reducción de la parte proporcional durante el tiempo que dure el estado de alarma de la tasa de ocupación de dominio público por terrazas, así como del precio público para la recogida de residuos comerciales e industriales.

Querríamos finalizar este breve recorrido con el Ayuntamiento de Las Palmas de Gran Canaria que en un gesto ciertamente loable ha decidido establecer una exención durante este año 2020 respecto de la tasa por terrazas, la tarifa por la recogida de basuras comerciales, la tasa de autotaxis, y el canon por la realización de actividad en espacio municipal, devolviendo el importe de aquellos contribuyentes que en un momento anterior al de esta decisión hubieran pagado el tributo, así como la tasa de hamacas y embarcaciones, y por licencia de apertura.

II - Reflexiones críticas

Como corolario a lo anterior podría afirmarse que los distintos Ayuntamientos han ido flexibilizando distintas obligaciones tributarias con las que se enfrentan (o se enfrentarán en los próximos meses) los sujetos pasivos de las distintas Administraciones en base al calendario fiscal aprobado por los Plenos de cada Corporación Local.

Existe una amalgama de medidas de "relajación" fiscal adoptadas de forma independiente por cada municipio tras empatizar con la triste realidad

de que un estrato importante de la población al no poder continuar con su vida ordinaria está viendo seriamente comprometidas sus fuentes de ingresos.

Así las cosas, sería deseable que los Ayuntamientos establecieran una actuación proactiva y adoptaran además otras medidas, como podría ser la exención en el pago de prestaciones patrimoniales (ya sea bajo la forma de tasas, precios públicos), o con límites máximos en el importe de las tarifas -cuando son servicios básicos que se prestan por entidades con capital público o íntegramente privadas-) tal como sucede con los servicios funerarios que se presten a aquellas personas que hayan fallecido como consecuencia del COVID-19.

Igualmente, y de acuerdo al art. 62.3 del TR.LRHL las ordenanzas podrían aprobar para el período impositivo siguiente una exención en el IBI en favor de los bienes de que sean titulares centros sanitarios de titularidad pública. Y en el IAE el art. 88.2.d) del mismo cuerpo normativo permite una bonificación de hasta el 50 por 100 de la cuota correspondiente para sujetos pasivos que tengan una renta o rendimiento neto de la actividad económica negativa o inferior a la que se determine por la ordenanza; o bien, para supuestos en los que los sujetos pasivos realicen una actividad económica declarada por el Pleno como de "especial interés o utilidad municipal".

Así mismo, y extramuros propiamente del ámbito local, debería valorarse por el legislador estatal una reducción del tipo de gravamen del IVA, por servicios funerarios, o de la compra del material sanitario que tiene una función profiláctica de la enfermedad, y que por tanto, se trata de productos de primerísima necesidad, pero que sin embargo son considerados hoy día como productos de "lujo" al tener un tipo de gravamen del 21 por 100 (art.

90.1 LIVA), así como otros indirectos derivados de la contracción de la enfermedad, como son los de la compra de flores, o la de medicamentos propios que producen un efecto paliativo de la infección, y que actualmente tienen un tipo de gravamen del 10 % (art. 91.Uno.8º, y 6º.a) LIVA).

Valoramos en todo caso muy positivamente la aprobación por el Gobierno por el RDL 15/2020 de la exención del 0% en el IVA para la compra de estos productos sanitarios por Entidades públicas, entidades sin ánimo de lucro, y centros hospitalarios (art. 8), aunque al quedar circunscrita exclusivamente desde el período de entrada del citado RDL 15/2020 (día 23 de abril) hasta el 31 de julio queda ciertamente limitado su efecto de "alivio" fiscal.

Resulta ciertamente loable que el legislador haya aprovechado la oportunidad para implementar cambios (aunque la medida tropiece con el paraguas constitucional que justifica su adopción en base a su "extraordinaria y urgente necesidad" por cuanto algunos la veníamos reclamando desde hace ya veinte años), tal como sucede con la uniformidad de tipos de gravamen entre libros en soporte físico y libros electrónicos a la luz de la modificación normativa operada por la DF 2ª RDL 15/2020.

En cualquier caso, alejados del debate político y de su oportunidad temporal que no nos corresponde analizar en estas líneas, ha de valorarse positivamente en la buena línea de aprovechar esta pandemia para corregir determinados comportamientos del pasado que convertían en injusta la norma por su falta de neutralidad. O asimismo cualquier otra situación en la que se exijan impuestos sin tener en cuenta determinadas circunstancias entroncadas en los pilares básicos de Nuestra Constitución (como sucede con el haz de limitaciones provocadas por el estado de alarma) que hacen zarandear el principio de capacidad

contributiva si no se modulan de acuerdo a la capacidad económica real de los contribuyentes (tal como sucede con el método alternativo de la estimación objetiva en el IRPF o el IVA), lo que afortunadamente servirá para ahorrar mucho tiempo y esfuerzo a los Tribunales Jurisdiccionales al evitar que tengan que intervenir para depurar el ordenamiento jurídico de normas ilegales, injustas o incoherentes haciendo valer su función constitucional nemofiláctica.

Ahora bien, abstrayéndonos del drama personal y económico sufrido por el COVID-19, y alineándonos con el aplauso de los ecologistas que ven en esta situación una oportunidad para reflexionar sobre los daños producidos con anterioridad a la pandemia en el ecosistema cambiando hábitos ad *futurum*, nos gustaría también subrayar que este *annus horribilis*, debe servirnos para revisar íntegramente nuestro sistema tributario local a fin de salir reforzados consiguiendo que después de esta “bulimia legislativa” que nos ha espurriado el Gobierno en estas últimas semanas, podamos atisbar un horizonte cargado de esperanza, donde por fin, se aproveche este momento para acometer las reformas que resultan necesarias para unas Haciendas Públicas modernas del Siglo XXI.

Esperemos que, tras esta terrible pesadilla, no nos ocurra como el conejillo de Indias del cuento de “Los abrazos” del escritor uruguayo Eduardo Galeano que nos regaló este maravilloso relato denominado “El miedo”:

Una mañana, nos regalaron un conejo de Indias. Llegó a casa enjaulado. Al mediodía, le abrí la puerta de la jaula.

Volví a casa al anochecer y lo encontré tal como lo había dejado: jaula adentro, pegado a los barrotes, temblando del susto de la libertad”...

Así que, con interés de olvidar de una vez aquellos momentos agrios y cargados de muchos dramas familiares en línea de lo que diría Rafael Alberti, *“pescador, barquero mío, se me queda el corazón en tu barco negro y frío”...* sigamos firmes sin embargo tras este viaje tan azaroso, para no encallar, a fin de tener la fortuna de poder contar nuestra propia historia en mayúsculas y con letras de oro!

5.

Carlos Perelló Yanes

*Una interpretación teleológica
de las reformas concursales tras
COVID-19*



Una interpretación teleológica de las reformas concursales tras COVID-19

Carlos Perelló Yanes, Profesor del Programa de Especialización en Derecho de los Mercados Financieros del IEB, fundador y managing partner de Perello&Biosca&Cabrera SLP

Desde que estalló la crisis del Covid-19 el Gobierno español ha utilizado el Real Decreto Ley para paliar o suavizar, al menos, los efectos devastadores de esta pandemia. Estas nuevas normas han afectado a muchas áreas del derecho como han sido las del ámbito laboral, administrativo, también en el mundo judicial y del que vamos a hablar ahora es la afectación, dentro de la jurisdicción civil, al procedimiento concursal el cual no ha sido ajeno a estos cambios legislativos temporales.

El objetivo de estos cambios es conseguir que este shock exógeno vaya difuminándose en el tiempo y que sus consecuencias nefastas en el corto plazo den paso a la vuelta a la normalidad en un tiempo previsible.

Dicho de manera diferente, el objetivo de las reformas urgentes no es influenciar en la economía respecto a como estaba antes del shock, sino

hacerla volver al mismo estadio y estado que se encontraba justamente antes de comenzar la pandemia. Hacer un *cocktail* de reformas estructurales con reformas temporales y urgentes como consecuencia de un shock exógeno es sinónimo de no entender la situación o querer meter de "tapadillo" actos legislativos que por otro camino hubiesen sido imposible o con un grado de confrontación y notoriedad mayor.

Es evidente que esperar volver a una situación idéntica a antes del Covid-19 es encontrarse en los brazos de Morfeo pero nuestros gobernantes europeos se darían con un canto en los dientes si el resultado final de todas las medidas adoptadas fuera conseguir un sector privado similar a como estaba a finales de 2019 incluso a cambio de una deuda pública y un déficit público mayor.

Hoy en día un incremento de la deuda pública y del déficit público son un mal menor más que aceptable que dejar caer un sector privado ya muy tocado. Colocar deuda pública europea no es complicado y además sin grandes variaciones en sus rentabilidades y esto a pesar del incremento enorme de oferta esperada. Esto es así principalmente por dos motivos, uno no hay muchas alternativas mejores y dos porque todos los inversores saben que el BCE está ahí comprando el “sobrante” y que, al final la UE, sin ser los Estados Unidos de Europa, sigue vendiéndose como *“brothers in arms”*.

He dicho todo esto para llegar al título de este artículo, esto es, ¿qué objetivo finalista deben tener las reformas realizadas en el procedimiento concursal consecuencia de esta shock exógeno?

Desde mi punto de vista es tan sencillo como decir que las empresas que eran solventes antes del Covid-19 sigan siéndolo después de que estas reformas urgentes dejen de ser aplicadas. Las reformas no deben ayudar a empresas que estaban en situación de insolvencia actual o inminente antes del Covid-19 porque podríamos crear una situación de *“beggar thy neighbour”* (“empobrecimiento del vecino”) a costa de aquellas empresas que sí necesitan estas medidas y cuya situación de dificultad es realmente temporal.

Habiéndose producido el Estado de Alarma muy cerca de la fecha de la formulación de las cuentas anuales y considerando que quienes más van a sufrir son PYMES y no grandes empresas del Ibex35, es relativamente fácil discernir cual de estas empresas estaban en situación sólida o estable de generación de cash flows, tesorería, endeudamiento, a fecha de 31 diciembre 2019 y cuales ya estaban en situación casi insostenible.

Las medidas tomadas hasta ahora benefician a todas las empresas, pero creo necesario adoptar

medidas especiales para ese grupo mayoritario de empresas que a 31 de diciembre 2019 no mostraban ningún signo de debilidad como para pensar que deberían solicitar el concurso a lo largo del 2020 o entrar en un proceso preconcursal.

Entre estas medidas para estas empresas podemos señalar una moratoria de solicitar el concurso hasta el primer trimestre de 2021 siendo antes o después en función de su evolución a lo largo del año 2020 sin aceptar a trámite concursos necesarios de estas empresas. Para empresas del sector ocio, turismo, hostelería y pequeño comercio esta moratoria se extendería hasta el fin del periodo vacacional del año 2021 y con un IVA mínimo o nulo para el periodo vacacional junio-agosto 2020 para fortalecer la generación de caja en el corto plazo.

Limitar la responsabilidad de administradores de estas empresas por actos realizados en 2020 a una responsabilidad subjetiva con la necesidad de que exista mala fe, dolo o negligencia grave de estos actos. De la misma manera la acción rescisoria del art 71 de nuestra Ley Concursal de actos realizados a lo largo del 2020 se limitará a acciones fraudulentas o con un desequilibrio claro y patente de las prestaciones recíprocas de dicho acto. Esto generaría confianza en los compradores de activos o unidades productivas de estas empresas en dificultad para “arriesgar” su dinero comprando activos en una economía en recuperación.

De igual manera se debe ofrecer un “puerto seguro” a los propios administradores para que puedan reinvertir en sus propios negocios sin que haya una automática subordinación en caso de concurso de su propia empresa, que ya es, de por sí, una penalidad para este administrador.

Estas empresas solventes pre-Covid19 deben demostrar que han entrado en un proceso negociador con acreedores financieros,

proveedores, empleados y el sector público en el año 2020 para poder beneficiarse de esta moratoria.

El objetivo de estas medidas no es solo por un sentido de justicia, que también, sino para evitar una reacción en cadena que el sistema no va a poder gestionar. Es, como digo, de justicia diferenciar las empresas que eran solventes pre-Covid19 y aquellas que no lo eran y por tanto se pueden tomar acciones asimétricas entre unas y otras. Además de ofrecer un “puerto seguro” a aquellos administradores e inversores y que, de esta manera, pueda inyectarse capital y liquidez a estas empresas.

6.

Daniel Berzosa

| *Constitución económica y
coronavirus*



Constitución económica y coronavirus

Daniel Berzosa, Profesor de Derecho Constitucional del IEB y abogado

Las trágicas consecuencias de la pandemia del coronavirus no han empezado más que a vislumbrarse en España. El resto del mundo desarrollado anda también de modo parecido; absorbido y, en algunos casos, noqueado por la gestión inmediata de las víctimas y sin ver la inmensa ola de devastación que se avecina. Con seguridad, ninguna dimensión de la existencia humana, en lo individual y en lo colectivo, y, desde ambas perspectivas, en los campos personal, social, político, mercantil, laboral, nacional, internacional, regional o mundial, va a quedar al margen de alguna clase de consecuencia, causada de forma directa o derivada por las tremendas, profundas y duraderas transformaciones que el coronavirus ha generado, acelerado o impulsado.

En España, uno de los ámbitos más polémicos, por estar en la base misma de la propia concepción de la sociedad, de la percepción que esta tiene de sí

como colectivo en la historia, y de los fundamentos éticos y políticos, de los valores elementales compartidos, que subyace en las raíces y nervios de toda nación, y que se articularon de forma normativa suprema en la Constitución de 1978, y adonde se ha dirigido una batahola de medidas del Gobierno, improvisadas e inspiradas en las fuentes del marxismo –en un movimiento político que se consideraba superado, al menos, en Europa occidental–, invocando como cobertura la segura y brutal crisis económica y social que está a punto de estallar, ha sido alimentado por el líder de la extrema izquierda española, socio esencial para la consecución y mantenimiento del Gobierno socialista-comunista, y vicepresidente segundo del Gobierno y ministro de Derechos Sociales y Agenda 2030. Todo ello, naturalmente, con la aprobación del presidente del Gobierno. Pues, en caso contrario, este lo habría desautorizado, propuesto su cese

a Su Majestad el Rey o, más sencillo y evidente, dichas medidas no se habrían aprobado en el Consejo de Ministros.

Expuesto de forma esquemática, el Gobierno Sánchez-Iglesias, y, por acción u omisión, la mayoría parlamentaria que lo sustenta, ha optado por subvencionar la venidera e inevitable ruina nacional con cargo aparentemente al Estado; pues, en verdad, ha señalado los bienes y derechos de los propietarios, operadores y ahorro privados como fuente inmediata, mediata y casi única de nutrición de sus medidas. Es decir —y sin que me pueda detener ahora a comentar el latrocinio que ello supone, dada la limitación de espacio en un artículo de estas características—, arruinando los rescoldos que podrían cimentar la recuperación, hasta hacer que todos los españoles acabemos siendo menos ciudadanos que deudores subsidiados —¡con nuestro propio patrimonio!— del Estado. Y toda esta sustracción de la riqueza nacional de los ciudadanos, el alto cargo del Gobierno citado en primer lugar ha pretendido apoyarlo en el artículo 128 de la Constitución.

Pero la Constitución es un todo. No se puede tomar la parte que convenga e ignorar la que perjudique o no se ajuste a los deseos y aspiraciones de un particular o grupo. La Constitución establece y ampara un modelo económico abierto y flexible («economía social de mercado», «economía mixta de mercado»), que permite gobernar a fuerzas ideológicas distintas, sin necesidad de derogarla. Reconoce la regulación pública; pero no de cualquier clase, y mucho menos una intervención despótica en ninguna circunstancia. La libertad es la regla y los límites son la excepción.

No es posible entender de forma correcta el artículo 128 (Título VII), sin los artículos 33 (apartados 2 y 3, función social de la propiedad privada y

expropiación forzosa) y 38 (libertad de empresa en una economía de mercado como principio y protección de esta por los poderes públicos en función de la economía general). Ni tampoco olvidando que estos, al hallarse entre los derechos fundamentales (Título I), gozan de prevalencia indiscutible sobre lo dispuesto en el 128.

Así, que «toda la riqueza del país en sus distintas formas y sea cual fuere su titularidad está subordinada al interés general» (128.1) implica que no solo se ha de justificar la utilidad pública o interés social para privar a alguien de sus bienes y derechos, sino que hay que indemnizarlo.

La igualdad constitucional de las empresas privadas y públicas en la actividad mercantil, esto es, que no hay subsidiariedad de lo público respecto de lo privado en virtud del 128.2 («reconocimiento de la iniciativa pública en la actividad económica»), reside en la satisfacción de los intereses generales. En consecuencia, debe justificarse de forma incuestionable una intervención, más una expropiación y mucho más una nacionalización.

Como última consideración para la óptima inteligencia de la «Constitución económica», el Derecho de la Unión Europea y su jurisprudencia, sin desatender el interés general, se han manifestado reiteradamente favorables a la economía libre de mercado, la libre competencia y la libertad de circulación de personas, bienes y servicios frente a la intervención de los Estados miembros; con lo que han restringido las competencias que el artículo 128 de la Constitución otorga a los poderes públicos españoles.

CAPÍTULO II:

DESAFÍOS DE ESPAÑA TRAS COVID-19

1.

Javier Santacruz Cano

*Los desafíos macroeconómicos que
afrenta España para el II Semestre
de 2020*



Los desafíos macroeconómicos que afronta España para el II Semestre de 2020

Javier Santacruz Cano, Profesor del IEB y socio de Long-Tail Risk Partners

La crisis del 'coronavirus' ha acabado con el ciclo económico, el cual ya se encontraba en una fase avanzada de agotamiento –era cuestión de 2 o 3 trimestres, a lo sumo, la entrada en recesión de las economías occidentales, especialmente las europeas– dejando registros para los libros de Historia.

Las caídas en la actividad y confianza de los agentes económicos sólo son comparables a las de una catástrofe natural o una guerra, aunque ni su trayectoria ni las consecuencias de medio y largo plazo son las mismas. La economía española ha sufrido una destrucción, parálisis y socavamiento de sus fundamentos básicos, en parte por la dinámica de una pandemia de consecuencias aún hoy imprevisibles, pero, también, en parte por la ejecución de un menú errático, confuso y francamente dañino de políticas económicas sin reparar en las consecuencias de fondo que tienen a largo plazo.

El caso de España, al igual que es singular desde el punto de vista de consecuencias sanitarias (el mayor número de muertos por millón de habitantes, con unas tasas de mortalidad que superan el 10% en cohortes de población arrasadas en los grandes focos de contagio como los mayores de 70 años), también lo es y lo va a seguir siendo en los próximos meses en materia económica.

Sólo Italia y España han decretado medidas de confinamiento que han implicado la parálisis de todos los sectores de actividad no esenciales durante semanas sin que esto ni siquiera tuviera un fundamento más o menos sólido desde el punto de vista virológico (más que epidemiológico, que esto sería otra discusión), ya que a pesar de la escasez de estadísticas fiables y con cierto nivel de detalle, sabemos que la fuente principal de contagios no está en las personas que acuden a sus lugares de trabajo, con la excepción del personal sanitario

y auxiliar que está sufriendo especialmente la escasez de medios y de coordinación de 17 políticas sanitarias desarticuladas sin mecanismos eficaces y eficientes de compra centralizada y a tiempo.

Mientras esto sucede en España, en los países del centro y norte de Europa no se paralizó en ningún momento la actividad económica. Dinamarca, Suiza, Alemania o Austria ya han iniciado planes de adaptación de las actividades económicas más expuestas a aglomeraciones de personas, permitiendo el ejercicio profesional y personal, incluso en algunos casos con apertura de fronteras.

También Estados Unidos, Japón y otras grandes economías han adoptado políticas de confinamiento limitado, tomando medidas de carácter selectivo por grupos de edad, territorios y actividades más expuestas, además de provisionarse de medios de seguridad y detección masivos. En estos casos, si bien la contracción económica será importante a corto plazo, mantienen prácticamente intacta la probabilidad de una recuperación en "V", dado que han evitado que la crisis de demanda se convierta en una crisis de oferta con destrucción de capital y empleo.

En los próximos meses, las diferencias en PIB tanto real como potencial entre el grupo de países que aplicó medidas minimizando el daño económico (Alemania, Austria, Holanda o Portugal) y los que no lo han hecho (España e Italia, fundamentalmente) se agrandará de forma extraordinaria a favor de los primeros.

De un diferencial de crecimiento España-Alemania de 1,4 puntos porcentuales a favor de España al cierre de 2019, se puede ir a un diferencial negativo de 1,2 puntos en 2020 en el escenario base de

Nordea-Macrobond¹, mientras que el diferencial se volvería positivo en 2021 (+1,3 puntos) pero sin capacidad de recuperar el punto de partida, ya que tendría que crecer un 8,85% para recuperar las tasas previas al COVID-19.

En términos tendenciales, la OCDE estima para España un 'output - gap' pre crisis del -1% del PIB potencial frente al -0,41% de la Eurozona o el +0,69% de Alemania². En el escenario de salida, debido a que la destrucción de tejido productivo en España es muy probable que sea en una buena parte estructural y no coyuntural por los elementos señalados anteriormente, el 'output - gap' se distanciará aún más de la media de la Zona Euro teniendo como máximo downside el -12% marcado al final de la anterior fase recesiva en 2013. Este es, por tanto, el escenario de una gestión y la realidad de una estructura económica a la cual no se puede mantener por mucho tiempo paralizada por decreto gubernamental.

Es evidente que si un Gobierno conculca libertades fundamentales y decreta el cierre de actividades productivas, como mínimo tiene que ofrecer soluciones rápidas, prácticas y que lleguen a todos los ciudadanos afectados. Sin embargo, ha vuelto el debate que tanto tiempo nos hizo perder a los economistas en la crisis de deuda de 2010 de si la 'austeridad' es buena o mala, si el tamaño del Estado es el adecuado o no para lanzar políticas de estímulo, cuánto dinero tiene que estar dispuesta la Unión Europea a poner encima de la mesa... Volvemos a caer en el error de pensar que las políticas económicas en una grave crisis estructural (en esta ocasión provocada por las decisiones de los policy makers) son "de estímulo" por falta de "demanda efectiva" como dicta la teoría keynesiana.

1 <https://e-markets.nordea.com/#/article/56469/the-global-coronavirus-recession>

2 <https://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=61360#>

No es así: una economía de mercado que se rige por unas instituciones políticas y económicas claras donde uno de los principios esenciales es la seguridad jurídica y donde imperan la Ley ('rule of law'), el derecho a la propiedad y el cumplimiento de los contratos, el menoscabo de alguno de estos derechos fundamentales y la activación de cláusulas de fuerza mayor, generan automáticamente el derecho a una compensación que, tratándose de un soberano como el español, viene en forma de más endeudamiento a largo plazo, el cual se financia a corto plazo con recurso indirecto al Banco Central Europeo pero que en el fondo son los impuestos del mañana.

Esta es, quizá, una de las consecuencias económicas de largo alcance que sin duda tendrá que afrontar la economía española en los próximos meses. En este sentido, existen dos escenarios: el primero, una materialización (aunque improbable) de un mecanismo de transferencias presupuestarias europeas que minimizarían el impacto sobre la ratio de Deuda Pública sobre PIB de España y, el segundo, la disposición de fondos vía préstamos de las diferentes instituciones ya creadas (BCE, BEI, MEDE...) con condicionalidad macroeconómica. En este último caso, un incremento de 25 puntos de la ratio de endeudamiento público costará más de un punto de crecimiento del PIB a largo plazo (Checherita y Rother, 2010)³.

Por consiguiente, sin una evaluación clara, precisa y minuciosa de las consecuencias de la gestión de la crisis sanitaria, no se puede llevar a cabo un ejercicio necesario como es el de hacer estimaciones y elaborar escenarios de salida de esta crisis y cómo puede comportarse la economía española a partir del segundo semestre de este año 2020.

3 <https://www.economista.es/nacional/noticias/10447103/03/20/La-deuda-publica-llegara-al-120-del-PIB-y-costara-un-1-de-avance-anual.html>

2.

Javier Niederleytner García y Álvaro Drake

| *Oportunidades de inversión en el momento actual*



Oportunidades de inversión en el momento actual

Javier Niederleytner García, Profesor del Master en Bolsa y Mercados Financieros del IEB y Agente Financiero en Bankinter
Álvaro Drake, Codirector del Master en Bolsa y Mercados Financieros del IEB

Desde principios de marzo, y cuando se hizo patente la tremenda expansión de la pandemia del Covid-19, y la declaración de los estados de alarma en los principales países, las principales bolsas mundiales han experimentado severas correcciones.

El Nasdaq 100 fue el índice menos damnificado con una caída del 25%, mientras que, en el otro lado del Atlántico, la bolsa española se dejaba un 40%, o la alemana un 35%. Los mercados empezaron a constatar que la economía se iba a paralizar, y que por ende la desaceleración económica era un hecho.

A esto se unía las disputas entre Rusia y Arabia Saudí por la producción de petróleo, lo que también hizo desplomarse el precio de esta materia prima, metiendo el miedo en el cuerpo a este sector, y de rebote al sector financiero, pues la posible quiebra de empresas relacionadas principalmente con el

fracking, arrastraría a este sector. Pero la clave es qué podemos esperar ahora.

Lo que ocurre normalmente en un sell-off tan tremendo como el que hemos tenido, es que todas las acciones caen, sin importar apenas en que sector están. Y ahí está la clave, es momento de estudiar sector por sector, empresa por empresa cual va a ser el impacto que esta crisis pandémica va a tener en sus resultados, y lo que es más importante, cuál va a ser la velocidad de recuperación una vez que todo esto acabe.

Citando un ejemplo, creemos mucho más en una rápida recuperación en sectores como el asegurador, la tecnología o el constructor, antes que en empresas relacionadas con el turismo o el sector financiero.

Un indicador importante que debemos tener en cuenta, y que está siendo anunciado estos días,

es la disposición de las empresas de pagar los dividendos previstos, o por el contrario aplazarlos o suspenderlos.

Se hace vital ahora estudiar el grado de endeudamiento de las empresas y su tesorería, pues denotará un mayor músculo para salir de esta situación. Hay muy buenas oportunidades de inversión en el momento actual. Pero se hace necesario un estudio pormenorizado de ellas.

En lo que respecta a **la renta fija**, después de un siglo de economías financieras desarrolladas, casi todo está ya visto en los mercados financieros. Pero también, para recuperar su interés, la economía, y más la financiera, tiene un componente emocional que hace que cuando las recetas se vuelven a aplicar, no consiguen siempre que 2+2 vuelvan a ser 4, porque los escenarios y las emociones sobre las que se aplican varían cada vez.

De esta manera, la crisis de demanda y la consiguiente caída de rentas que esta terrible e imprevisible pandemia está provocando y los esperables problemas de oferta de insumos posteriores en los procesos de producción, no son algo nuevo; y las recetas para tratar de corregirlos tampoco.

Sin embargo, la “novedad” de esta corona-crisis radica en su rapidez y extensión y en el hecho de recaer sobre procesos productivos sanos. En ninguna crisis se había pasado de tasas de crecimiento positivas a decrecer de un trimestre a otro de manera tan global.

Las recetas para este tipo de enfermedad económica se conocen: masivo apoyo con gasto público y garantía de liquidez, para evitar que las empresas sanas colapsen por falta de oxígeno antes de que la naturaleza y la ciencia ganen el pulso a pandemia.

¿Cuándo, cómo y cuánto? es la clave para aplicar la receta. De nuevo un criterio que suele dar buen resultado: cuanto antes, con decisión y “lo que haga falta”. Mario Draghi hizo famosas esas palabras, identificándolas con él para siempre, cuando las dijo en 2012.

Draghi conocía la importancia de las expectativas e hizo bueno el aserto de los mercados que dice que hay que estar dispuesto a poner todo el dinero que haga falta, para que no haga falta ponerlo, y eso que se puso mucho.

El resultado de la lucha contra la recesión que inevitablemente va a tener lugar dependerá de la decisión para emplear los recursos públicos necesarios para apoyar a las empresas; del acierto en su distribución y, aún más importante, de que se logre convencer a “los mercados” y a la sociedad de que hay un plan pensado y firme.

¿Qué podemos esperar de los mercados de renta fija con este escenario? También podemos mirar en el pasado para imaginarlo. El incremento de los déficits que van a provocar los programas masivos de gasto hará crecer la emisión de deuda pública, con una subida de sus tipos de interés, limitada por el mantenimiento de políticas monetarias ultralaxas.

Además, la crisis de rentas y de resultados empresariales incrementarán los impagos de bonos corporativos, cuyas primas de riesgo se dispararán, espoleadas por la mayor percepción del riesgo y por la huida a la seguridad de fondos que habían entrado estos últimos años masivamente en los **corporates**, impulsados por las tasas de interés negativas de las emisiones soberanas.

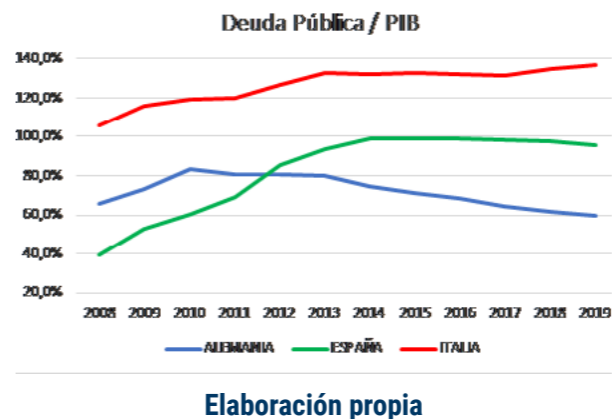
Parte de esto lo estamos viendo ya. Las curvas de tipos de los bonos soberanos de referencia están volviendo a tasas positivas; la UE ha relajado los criterios de control de déficit; el Gobierno de

Estados Unidos ha duplicado el objetivo de déficit federal en 2020 de uno a dos billones de dólares y el propio BCE, al anunciar su programa de emergencia de compra de bonos por la pandemia, ha dejado escrito que: *“The Governing Council will do everything necessary within its mandate.”*

Ese escenario fue en gran medida el que siguió a la crisis financiera desatada en 2008. Entre ese año y 2013 el porcentaje de deuda sobre PIB pasó del 66% al 80% en Alemania y del 39% al 93% en España y las primas de riesgo se dispararon.

Siguieron diez años de alta presión impositiva, recortes de gasto y bajo crecimiento, con dos efectos no previstos: las políticas monetarias ultralaxas no provocaron, más bien no pudieron conseguir, que la inflación repuntara, y no se logró tampoco volver a los ritmos de crecimiento previos a la crisis.

Países como Alemania, paradigma de rigor presupuestario y solidez económica, consiguió en ese periodo volver a los niveles de emisión de deuda pre crisis, pero otros países con sistemas financieros más castigados, políticas presupuestarias menos ortodoxas y economías más débiles, como Italia o España, acabaron en niveles récord de deuda.



En esta ocasión, el punto de partida es peor: los volúmenes de endeudamiento, público y privado, son más altos que en 2008, el volumen global de **corporates** emitidos están en niveles récord y, sobre todo, es de prever que las caídas de renta y PIB sean más profundas que en 2008 y los años siguientes.

En común con el periodo anterior, la poca probabilidad de tensiones inflacionistas, que la debilidad de la demanda y, en especial, los bajos precios del petróleo no auguran. Tendremos pues años de tipos ultrabajos, quizás no en negativos, y ultra liquidez, lo que, a medio plazo, hará rebrotar las emisiones de **corporates**.

En cierta manera, más de lo mismo, pero volviendo a pasar aquellos duros primeros años de la crisis; aunque más duros esta vez.

3.

Carlos Fernández Herraiz

*Los mecanismos de protección
al partícipe ante suscripciones y
reembolsos*



Los mecanismos de protección al partícipe ante suscripciones y reembolsos

Carlos Fernández Herraiz, Profesor del Master in International Finance del IEB y Senior Advisor de Grant Thornton Spain

¿Hasta qué punto se protege el valor de la inversión del partícipe en un fondo cuando se producen inversiones o desinversiones de otros partícipes?
¿En qué medida las gestoras o los promotores del fondo establecen mecanismos que minoran el impacto de los costes de transacción derivados de la actividad del resto de partícipes?

Ambas son buenas preguntas que se contestan de forma distinta en función de la regulación de cada jurisdicción, de las prácticas habituales de gestoras y de las preferencias de los propios inversores en cada geografía.

Sin embargo, la cuestión de fondo, la protección ante los costes de transacción inducidos por la actividad de terceros, se vuelve de gran relevancia en entornos de mercado como los actuales, donde la volatilidad y el aumento de los diferenciales

de compra y venta se hacen patentes en algunas clases de activos.

Existen mecanismos sencillos de protección, que tienen que ver con la aplicación generalizada de comisiones de reembolso, ya sea de forma temporal o durante toda la vida de la inversión. Las comisiones de reembolso son muy habituales, por ejemplo, en los fondos garantizados o en los fondos de inversión con un objetivo a vencimiento.

Sin embargo, las comisiones de reembolso suelen ser percibidas con un cierto rechazo en los fondos que no invierten con objetivos a vencimiento y las gestoras suelen preferir evitarlas. Un caso particular de ese modelo son los "dilution levy/adjustment" es decir, los cargos o ajustes por dilución. Estos cargos se aplican cuando se producen entradas o salidas de grandes inversores en los fondos, para evitar que

los partícipes que están en el fondo carguen con los costes del rebalanceo de la cartera.

El cargo o tasa de dilución (dilution levy) se aplica exclusivamente al inversor grande que produce la necesidad de un rebalanceo importante. Sin embargo, el ajuste de dilución (dilution adjustment) se aplica a todos los inversores que suscriben o reembolsan el fondo el mismo día que un gran inversor lo suscribe o reembolsa.

Otro mecanismo que se utiliza crecientemente en la industria es el llamado "swing pricing". El "swing pricing" responde a la misma necesidad, proteger al partícipe que está invertido y hacer cargar con los costes de transacción del rebalanceo a los partícipes que entran o salen del fondo. Sin embargo, difiere notablemente del dilution levy por varios motivos.

En primer lugar, el swing Price es un mecanismo de ajuste de precio. Se trata de un ajuste que se hace al NAV para aquellos inversores que adquieren o reembolsan el fondo en función del flujo neto de entrada o salida del día.

Lo que ocurre es que la gestora establece en función de una serie de parámetros una estimación del coste de rebalanceo de la cartera. Así, el "swing pricing" se suma al valor liquidativo del fondo en caso de que exista una suscripción neta en el fondo durante ese día, y se resta del valor liquidativo en caso de que haya un reembolso neto en la jornada.

Aunque a primera vista parece un tanto complicado, no deja de ser como añadir un diferencial a partir del precio medio que nos da la valoración de la cartera en su valor liquidativo. Un diferencial que se aplicará en función de que exista una suscripción o un reembolso neto en el fondo.

Cuidado, porque esto significa que un inversor que esté vendiendo un día que se produce una

suscripción masiva se verá favorecido por el swing pricing, y un inversor que esté comprando un día que se produce una venta masiva se verá igualmente favorecido.

Sin embargo, en el caso contrario, los inversores que suscriban un día de fuerte suscripciones se verán penalizados, y aquellos que reembolsen en un día de fuertes salidas se verán igualmente penalizados.

Para evitar tener que aplicar la provisión de "swing pricing" todos los días, se suele establecer el llamado "swing pricing parcial", que aplica sólo cuando se supera un determinado volumen de negociación sobre el tamaño total del fondo. Por ejemplo, más de un 2% del valor del fondo en condiciones normales, o más de un 1% en condiciones de mercado de volatilidad elevada.

El swing pricing tiene la ventaja de que es menos "agresivo" que una comisión explícita, que resulta igual de efectivo a la hora de aislar al inversor en el fondo del impacto de los costes de transacción de terceros, y que desincentiva el trading excesivo sobre el fondo. Sin embargo, es cierto que el swing pricing se aplica a cualquiera que entra o sale del fondo sin que se den condiciones especiales, e incluso puede darse el caso de inversores que se vean favorecidos por estar en el lado contrario del flujo neto de entrada o salida al fondo.

Otra forma de proteger al partícipe es cambiando la valoración a la compra y a la venta de cualquier operación con el fondo. Esto no se aplica en todos los mercados, pero existen jurisdicciones donde es posible valorar los fondos con un valor liquidativo a la compra y un valor a la venta. Se trata de los llamados fondos con valor liquidativo dual. No existe un único valor liquidativo sino dos, y se determinan en función de la valoración de la cartera a precio de "compra" o a precio de

"venta", añadiendo aquellos costes vinculados a la suscripción o el reembolso que sean necesarios.

Este modelo es más puro que el swing pricing, puesto que efectivamente se aplicará por definición un "bid – ask" a la hora de comprar o vender el fondo que refleja de forma aproximada el coste estimado de liquidar la posición o de comprarla en función de los niveles de oferta y demanda que existen en el mercado para los activos en cartera. Sin embargo, la existencia de dos valores liquidativos puede presentar más complicaciones administrativas y desde el punto de vista de back office, frente a los fondos con un valor liquidativo único.

Un error es considerar a los *margin calls*, como medidas de protección al partícipe, son mecanismos contractuales que garantizan la seguridad de los brokers cuando financian una posición apalancada de un cliente.

El margin call es, literalmente, una llamada de márgenes, es decir un requerimiento de aportación de nuevas garantías. Se solicita cuando las garantías existentes no son suficientes (desde un punto de vista contractual) para que el broker desee mantener el apalancamiento ofrecido a su cliente.

Otra cosa es que hablásemos de un "capital call" que es una forma de proteger a los inversores en los fondos de private equity. Mejor dicho, es una forma de que los inversores no tengan que desembolsar su dinero y que este permanezca en una cuenta u ocioso mientras que los gestores de private equity están buscando oportunidades para desplegar el capital de sus inversores. Así, las *capital call* son las llamadas al cumplimiento del compromiso de aportación de capital que el inversor en private equity realiza en el período de suscripción. Por ejemplo, un inversor se compromete a invertir 1 millón de euros en un fondo de private equity, pero

no desembolsará su dinero hasta que no vaya recibiendo "capital calls" que además serán de un importe adecuado para cubrir las adquisiciones y los gastos que el fondo realice/incorra en cada momento.

4.

Juan Abellán Marichalar

| *¿Está la banca española preparada para afrontar el shock?*



¿Está la banca española preparada para afrontar el shock?

Juan Abellán Marichalar, Co director del Master en Finanzas y Banca Digital del IEB y Socio Director de Formathe Consultores

Inmersos en las consecuencias de lo que empezó siendo un cisne y pronto se convirtió en un elefante negro, empezamos a ver cuál es el camino para intentar mitigarlas, para procurar salir lo más exitosamente posible de ellas, pese al elevado descontrol interno y a una más que vergonzosa desunión en la UE.

Publicar cifras, unas más halagüeñas que otras, de cuánto nos va a costar el parón, cuando todavía no sabemos cuándo ni cómo vamos a salir de él, es, como poco, precipitado y deben tomarse como serios avisos de que este parón viene acompañado de un enorme varapalo económico.

Las grandes empresas, con balances saneados, han realizado sus deberes adecuando su deuda al largo plazo, aprovechando el escenario de bajos tipos de interés y reduciendo endeudamiento, a la vez que han mantenido un saneado colchón de tesorería.

Esto les ha permitido, una vez iniciado el shock, ampliar más su liquidez, ya sea en forma de crédito o de deuda, sin dificultad alguna.

Las medianas empresas, en situación no tan saneada, pero parecida, se defienden con crédito, ayudas y ERTes, seguramente saldrán adelante si no se alarga el parón más de lo que debería. Las pymes y los autónomos, no tan previsores y más acostumbrados a vivir en el día a día, necesitan de más apoyo y de ayudas que lleguen de forma más ágil y contundente. Muchas de ellas eran viables antes del parón y seguirán siéndolo si reciben soporte.

El problema está en que el grueso del tejido empresarial español está precisamente concentrado en pymes. Una de las consecuencias de nuestra defectuosa estructura empresarial, junto con la rigidez en normativa laboral y el enorme peso del turismo y la construcción, es la enorme estaciona-

alidad en el empleo, 27% frente al 15% de nuestros vecinos europeos, que nos llevará, una vez más, a ampliar el paro más de lo deseado.

Este panorama necesita, además de ayudas inmediatas, reales, directas y ágiles, de un apoyo del engranaje y sistema circulatorio de nuestras empresas, la banca. La pregunta es, ¿está la banca en condiciones, saneada y con fortaleza suficiente para ser protagonista de esta crisis sanitaria? La respuesta es que sí, la banca española también ha hecho sus deberes y está preparada.

Nada tiene que ver su situación con la de la anterior crisis. Han saneado y limpiado sus balances, hay que recordar que estos años han absorbido 339.000 millones de crédito promotor y constructor, reduciendo la morosidad desde un 13,6% a estar acorde con el sistema financiero europeo en el entorno del 5%. Esto no ha sido fácil y consecuencia de este esfuerzo es que, si bien nuestros bancos tienen una fortaleza importante en capital, en su mayoría superior al 11%, se encuentran en el último lugar entre las entidades europeas. Pero es que sanear morosidad, limpiar balances, invertir en digitalización, reducir costes a base de costosas prejubilaciones y EREs, absorber bancos en quiebra y todo ello con una política de bajos tipos de interés aplicada por un Banco Central Europeo estricto en exceso hasta ahogar prácticamente el sistema, es muy, muy difícil.

Pero se ha logrado y sigue mejorando, le queda un último empujón, reducir más sus activos improductivos NPLs, que tanto daño hacen a la cuenta de resultados y que en ello está. Pero como no podía ser de otra forma, a raíz del parón, una de las primeras medidas tomadas por el BCE ha sido relajar las normas y exigencias en capital, veremos qué decisiones toma a la vuelta, si sigue el ejemplo norteamericano más laxo, que ha permitido a los

bancos del otro lado del charco incrementar sus resultados y prestar más o mantiene el modelo europeo en el que es imposible ganar dinero, incrementar reservas y repartir dividendos, todo a la vez, bajo tipos de interés cero y requerimientos inviables.

Tan inviables que, en España, la banca está avocada a una nueva ronda de fusiones, el tipo de interés bajo ha venido a quedarse una larga temporada. Los bancos medianos ya no se sostienen, necesitan hacer fusiones rápidas, eficientes y con una visión de negocio tan clara que evite procesos largos y conflictivos que retrasen el efecto de las sinergias que pueden alcanzar. No es fácil y están en tiempo de descuento.

El saneamiento que ha realizado la banca española y que no ha realizado la mayoría de bancos europeos, no ha terminado, ha reducido a la mitad el número de oficinas y un 40% el de empleados, pero queda recorrido y esto es bueno, sobre todo, porque cuenta con el menor número de empleados por oficina de Europa y si se realiza una agrupación ordenada y eficiente en los núcleos urbanos y en las zonas rurales se siguen modelos como el de las franquicias, alcanzará una mayor reducción de costes, mejorando, incluso, el servicio que da a sus clientes.

Sí, la banca está a la altura de las necesidades que el shock del coronavirus demanda, prueba de ello es cómo ha conseguido canalizar los avales que el Gobierno ha facilitado a pymes y autónomos, a pesar del laberinto burocrático que en forma de lazo traía el regalo. Unos avales que las empresas españolas reciben con desventaja sobre las empresas alemanas que garantizan el 100% de la deuda, esto recuerda a diferencias como las de la anterior crisis.

Alguna de las entidades españolas ya ha completado y concedido el total de préstamos, que por su cuota de mercado le correspondía, de la primera ronda de avales y les aseguro que no es fácil su engorrosa tramitación. Incluso a los clientes que no cumplen con las condiciones del ICO, los bancos están asumiendo el riesgo completo, con prudencia, como debe ser. Sin embargo, este esfuerzo que está protagonizando la banca no está siendo ni valorado ni reconocido, no nos olvidemos que una de las tareas pendientes de la banca es mejorar su imagen y reputación, la banca es un negocio de confianza.

Sí, la banca está a la altura de sus clientes, es la banca más eficiente de Europa, con una ratio de eficiencia entorno al 50% fruto del saneamiento que está realizando y de la más avanzada digitalización. La digitalización no es un proceso de pocos años, la banca no se digitaliza en unos años, la banca española lleva digitalizándose desde hace muchos años, los clientes tampoco se hacen digitales de la noche a la mañana, es un proceso en el tiempo.

La digitalización implica un mejor servicio, más eficiente, implica reducir intermediarios entre el sistema informático y el cliente, por lo que el cliente ha de encontrar aplicaciones fáciles, sencillas y amigables, orientadas a él, que prefiera realizar él las operaciones a tener que ir a una sucursal y que pueda realizar cada vez más operaciones de las que hoy puede realizar por él mismo. Ya se están recogiendo los frutos de la digitalización, está creando servicios para el cliente que nunca se imaginó que la banca le podría ofrecer. Digitalización también es tratamiento de datos, es digitalización de empleados, es en definitiva una nueva cultura y la banca española esta a la cabeza, sus frutos están ahí.

Sí, la banca española está preparada para afrontar la actual situación y ser protagonista del impulso de España.

5.

Juan Alberto Sánchez

| *¿Cómo se valora una compañía
ante la actual situación de
incertidumbre?*



¿Cómo se valora una compañía ante la actual situación de incertidumbre?

Juan Alberto Sánchez, Profesor del Master de M&A y Private Equity del IEB y director en V4 Financial Partners

"Sólo el necio confunde valor y precio". Famosa frase de Antonio Machado, que recoge en pocas palabras uno de los mayores retos de las transacciones corporativas. Esta afirmación, que se suele usar como "coletilla" didáctica para explicar la negociación del precio en procesos de fusiones o adquisiciones de empresas (M&A), toma especial relevancia estos días. ¿Cómo se valora una compañía ante la actual situación de incertidumbre? Se trata de un ejercicio ciertamente complicado, para cualquier sector de la actividad económica, toda vez que se hace necesario estimar un nuevo plan de negocio.

En periodos de crisis financieras y, particularmente, al inicio de las mismas, las valoraciones de comprador y vendedor suelen tomar caminos divergentes. Volver a alcanzar un acuerdo en precio es un proceso que habitualmente lleva tiempo. No es tarea sencilla que el vendedor adapte sus

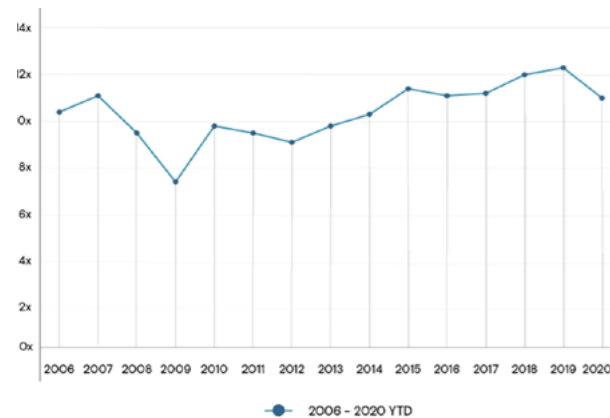
expectativas a la nueva realidad de mercado. Si no hay una necesidad inmediata de vender y el accionista confía en buenas perspectivas para su sector, preferirá esperar. En cambio, el inversor ajustará su valoración a la baja ante la incertidumbre económica.

Es el mercado de capitales quien mejor refleja variaciones del precio de compañías. El MSCI World y el S&P 500 cotizaban a máximos históricos el pasado 19 de febrero y, en tan sólo un mes, estos índices cayeron un 35%, un porcentaje similar al recuperado por el S&P 500, desde mínimos, durante el mes de abril. Se trata de variaciones extraordinarias, que muestran que claramente el mercado no se pone de acuerdo.

Estas incertidumbres de valoración adquieren una relevancia exponencial en un proceso de M&A, dado que están sujetas a la negociación de las partes. En

2007 la valoración promedio de transacciones de M&A en Europa fue de 11,0x veces EBITDA y hubo que esperar hasta 2015 para recuperar este entorno de valoración (ver gráfica 1).

GRAFICA 1. Múltiplo EV/EBITDA Transacciones en Europa

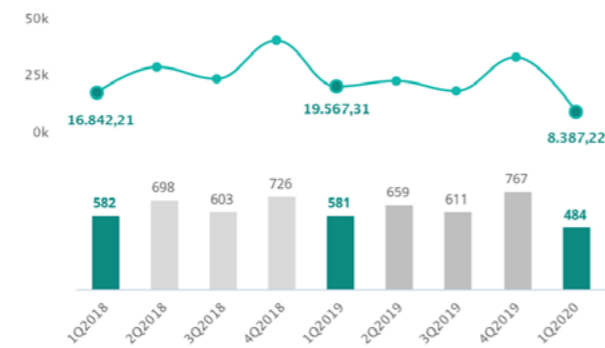


Fuente: Mergermarket

Esta problemática para conciliar valoraciones ha contribuido a una caída del 39% en el volumen de transacciones de M&A a nivel global durante el primer trimestre 2020. En España el descenso ha sido de un 57,1% en términos de valor y de un 16,7% en volumen (ver gráfica 2), cifras nunca vistas desde 2004. En España los sectores más activos han sido las energías renovables y servicios financieros, mientras que en Europa fueron el tecnológico y farmacéutico.

No obstante, lo anterior, existe una tipología de inversor que no requiere discutir la valoración de las compañías: los fondos de deuda. Y es precisamente éste el segmento que va a contar con una mayor actividad en el corto y medio plazo. La particularidad de estos fondos, permitiendo un calendario del servicio de la deuda flexible y adaptado a cada transacción, los ha consolidado en los últimos años como un complemento necesario a la oferta bancaria.

GRAFICA 2. Deal Flow Trimestral en España



Fuente: TTR – Transactional Track Record

Actualmente hay más de 100 gestoras especializadas en deuda con estrategia de inversión en España. Esta financiación "a medida" cobra mayor relevancia si cabe en la realidad actual, para transacciones tales como: préstamos para circulante, refinanciaciones, préstamo puente o incluso expansión del negocio y financiación de adquisiciones, incluyendo *buy outs* así como compra a accionistas minoritarios.

De hecho, en procesos de venta que han sido perjudicados por el Covid-19, se trata de una herramienta temporal que permite fortalecer el plan de negocio de la compañía y prepararla para una venta posterior, o incluso es una muy buena opción en aquellos casos en los que se negocie la posibilidad de su convertibilidad en acciones a futuro.

Obviamente, esta alternativa es factible para aquellas empresas cuya situación crediticia permita este endeudamiento adicional. Por otro lado, su presencia será mayor una vez los préstamos ICO hayan sido agotados, ya que en estos momentos son éstos los primeros en ser requeridos por los empresarios.

Dicho esto, y entrando en un análisis más pormenorizado de las perspectivas que podríamos esperar para el sector de M&A, estimo lo siguiente:

- En el corto y medio plazo destacarán las transacciones en los sectores tecnológico, renovables, infraestructuras (no sujetas a riesgo demanda), salud y alimentación. Se trata de las ramas de actividad más defensivas ante esta crisis y que permiten justificar con mayor facilidad atractivos planes de negocio.

- Se incrementará la concentración empresarial, como palanca que fortalecerá aquellos sectores más afectados.

- Se pasará de un mercado vendedor a un mercado comprador. Se reducirán los procesos de subastas altamente competitivas, tan generalizados en los últimos años, y cobrarán especial relevancia transacciones bilaterales y de *fast-track*.

- Las compañías industriales se replantearán sus estrategias de adquisiciones, priorizando ahora sus planes de viabilidad interna, adaptándolos a nuevos escenarios de demanda. La gestión de liquidez y riesgos serán particularmente relevantes.

- Aquellas compañías más resistentes y con estados financieros robustos, aprovecharán la situación de mercado para fortalecer su crecimiento inorgánico.

- Incrementará la desinversión en activos y filiales no estratégicas por parte de grandes grupos, como ha sucedido en los últimos días en multinacionales como Telefónica (negocio de radio enlaces) o Naturgy (filial de Kenia).

- Se mantendrá el proteccionismo estatal ante la inversión extranjera en sectores considerados estratégicos para la economía española, por afectar a la seguridad nacional, orden público o salud pública.

- Desde el punto de vista de negociación del contrato de compraventa, cobrarán particular importancia las cláusulas con afectación entre

signing y *closing*, tales como la definición de la cláusula MAC (Cambio Material Adverso), así como mecanismos de ajustes de precio a través de *earnout* (pago diferido en función de cumplirse el plan de negocio estimado por el vendedor). Los seguros de manifestaciones y garantías del contrato de compraventa se extenderán aún más, para una mejor cobertura del riesgo de la transacción.

Claramente esta crisis sanitaria, social y económica tendrá impacto en el sector de M&A, desacelerando el rally en volumen de transacciones y altas valoraciones que se venían aconteciendo durante los últimos 5 años. No obstante, existen también motivos para abrazar argumentos optimistas, que nos lleven a pensar que su efecto se verá amortiguado por factores tales como el mantenimiento de los bajos tipos de interés o la elevada liquidez disponible por los fondos de inversión.

Las firmas de *private equity* cuentan actualmente con un *dry powder* (capital disponible para invertir) elevado y, como siempre, con la necesidad de "poner el dinero a trabajar". Esta cifra alcanzó a finales de 2019 un máximo histórico a nivel global, con € 2,3 billones, de los cuales un 23%, es decir € 524.000 millones correspondían a Europa y entre € 4.500 y € 5.000 millones a fondos españoles. Sólo en 2019, las gestoras españolas captaron fondos adicionales por importe de unos € 1.800 millones.

Los gestores de estos vehículos de inversión se han visto ahora obligados a centrarse en atender las urgencias de sus compañías participadas y, posiblemente, focalizan en el corto plazo su análisis de nuevos proyectos en aquellos que respondan a un atractivo oportunista. No obstante, a partir de septiembre, una vez se calme la convulsión generada por el virus, empezaremos a ver una mayor actividad del sector, impulsada por estos fondos nacionales e internacionales, tanto de *equity* como de deuda. Seamos optimistas.

6.

Salvador Casquero Algarra

| *Covid-19, la primera gran crisis
de Bitcoin*



Covid-19, la primera gran crisis de Bitcoin

Salvador Casquero Algarra, Codirector del Programa Directivo de Innovación Digital y Fintech del IEB y presidente de 2gether

Lo arriesgado de poner el 1 como ordinal de la crisis es que puedes encontrar muchos argumentos y situaciones que demuestran que podría ser la segunda o incluso la tercera. Sin embargo, utilizar el ordinal para la solución sí que es absolutamente correcto e inamovible. Será la primera vez en la historia que una crisis mundial se solucione con una respuesta conjunta, una respuesta unida, con la entrega y el esfuerzo de todos: all 2gether.

Desde luego si no es así, también estoy convencido que será la última porque no es sólo la crisis sanitaria tan terrible en la que nos encontramos, sino el panorama tan negro que se advierte y del que todos nos prevenen. Sólo tiene solución aportando cada uno de nosotros un granito de arena, nuestro valor particular a esta red común que es la Tierra.

Desde su nacimiento en 2008, el bitcoin y en general el mundo de las criptodivisas se han ido consolidando como un nuevo activo de inversión, quizá incluso como activo refugio dada su descorrelación con los tradicionales. ¿Hizo saltar por los aires este título la caída de más del 50% en un día, en lo que se conoce ya como el Jueves Negro de la crypto?

No, por una sencilla razón porque no es una crisis económica sino una crisis sanitaria que afecta a todo el mundo, a ricos y pobres, a poderosos y a débiles. Y sí, es la primera, la 1ª Gran Crisis, con mayúsculas, por la sencilla razón que está muriendo gente sin control y muy rápido y lo que menos importa ahora es el valor del bitcoin.

Pero sí importa, sin embargo, la tendencia que ha traído: la colaboración, la democratización, la atomización de los esfuerzos y la descentralización

de sus soluciones. La posibilidad de construir la plataforma financiera de ese futuro que visualizamos, donde lo construimos todos juntos, no con clientes sino con fundadores implicados de nuevos proyectos, nuevas economías.

Ahora es cuando más se necesita una verdadera política fiscal, política social, política monetaria. Y empezando y acabando en esta última por los muchos años que he estado en banca, creo que para el corto plazo, para evitar que colapse la economía el ECB debería haber puesto el dinero en nuestros bolsillos, las manos de la gente y las empresas, situando los tipos al “menos mucho %” y dejando que entren libre y alegremente (sin suelos) en las fórmulas de préstamos e hipotecas; y sí, siendo pagados por pedir prestado.

Al fin y al cabo, siendo la confianza una cuestión del dinero fiduciario y de la economía que sostiene ¿no viviríamos más confiados sabiendo que a final de mes tendría dinero, no por mi sueldo puesto que lo he perdido, pero sí por lo que me “deben” puesto que me lo han prestado? Sí desde luego, un contrasentido, pero teniendo en cuenta que los bancos centrales pueden imprimir tanto dinero como quieran y dárselo a los bancos, ¿qué problema habría? Así sí serían verdaderos transmisores de la política monetaria y sí arreglaríamos el problema más inmediato y acuciantes de todos: no tenemos dinero.

Por supuesto, para el corto plazo porque en el medio y largo plazo, el sistema financiero actual colapsaría porque la economía actualmente se construye desde arriba y tendríamos unos estados mortalmente endeudados y unos bancos mortalmente quebrados. Además, esa economía se volvería a construir para “un todo” que no “para todos”, un conjunto que en la práctica desde luego no es la suma de las partes, de sus individuos.

Y aquí es donde viene la 1ª Gran Solución, también con mayúsculas, porque gracias a este nuevo mundo criptodivisado, a este nuevo dinero, o token, o representación digital seremos capaces de reconstruir la economía desde abajo, para cada individuo, mucho más local y personalizada, mucho más atenta a las necesidades de cada uno servidas por proveedores de cada uno, donde la colaboración se incentiva poniendo en valor lo que cada uno aporta con lo que cada uno recibe.

Una solución que sí es de medio y largo plazo, donde la Economía con mayúsculas se convertirá verdaderamente en la suma de sus partes, pequeños islotes económicos, rodeados de independencia, descentralización, personalización y localización. O por hablar con mayor corrección geográfica, no serán islas “aisladas” sino penínsulas unidas por un istmo a 2getherLand, la Tierra de Todos y para todos con un ecosistema de nuevas economías para que entre todos, all 2gether, hagamos realidad el deseo común y global: derrotar al Covid-19.

7.

José María Viñals Camallonga y Carolina Gamba Pereira

| *Big Data e Inteligencia Artificial
en la lucha contra el COVID-19*



Big Data e Inteligencia Artificial en la lucha contra el COVID-19

José María Viñals Camallonga, Profesor del Programa Especializado en Blockchain del IEB y socio de Squire Patton Bogs
Carolina Gamba Pereira, Asociada Squire Patton Boggs

La crisis sin precedentes ocasionada por el COVID-19 ha llevado a replantearnos el uso por parte de las administraciones públicas de medios y tecnología a nuestro alcance que se vienen utilizando de forma extendida en el sector privado. Ahora, con la emergencia sanitaria se abren nuevos retos a los gobiernos que intentan dar soluciones prácticas y eficientes a cuestiones complejas.

Con la digitalización de la sociedad, tenemos la capacidad de recabar y almacenar grandes volúmenes de datos de todo tipo relacionados con los hábitos y costumbres de los ciudadanos. Dichos datos pueden procesarse por medio de herramientas muy precisas que usan la inteligencia artificial con el fin de obtener patrones y poder predecir situaciones futuras.

La evolución tecnológica que hemos experimentado socialmente nos ha creado identidades digitales

donde se recogen de forma separada e independiente nuestro rastro digital, que no es otra cosa que información personal como nuestros desplazamientos y con quién vamos, gustos, hábitos o actividades. El uso de toda esta información en su conjunto, en manos de una sola administración pública y con un fin concreto: limitar la expansión del Covid-19, otorgaría una capacidad enorme de lucha efectiva contra la pandemia en la que nos vemos inmersos.

En China y Corea del Sur se han utilizado –a través del teléfono móvil- rastreadores que determinan la posición presente y pasada de su propietario. Dicha información, combinada con las de otros ciudadanos puede darnos con precisión –usando los procesos y fórmulas matemáticas adecuadas- la exposición de cada ciudadano al retrovirus Covid-19, e incluso podría catalogarla como persona de riesgo alto, medio o bajo, con las implicaciones

que ello tiene en lo que a derechos y obligaciones se refiere.

Es decir, el dispositivo móvil aparte de ser ya nuestro banco, tarjeta de crédito, teléfono, oficina y un sinfín de cosas más podría convertirse también en el factor clave que determine mis derechos de circulación o la forma en la que debo interactuar con otras personas.

En países como China este sistema ha funcionado e incluso se ha dado un color (rojo, amarillo o verde) a cada persona con las obligaciones correspondientes a cada color: verde si la persona puede circular libremente, amarillo si tiene movilidad restringida o rojo si debe cumplir con un asilamiento obligatorio de 14 días. El color viene determinado por una fórmula matemática o algoritmo que de forma automatizada procesa la geolocalización y atribuye –en función de unos criterios estadísticos- un color a cada ciudadano. Todo ello sin poder recurrir, o poder contrastar la información.

En países europeos, se ha criticado este uso extensivo de los datos masivos (*big data*) y de su procesamiento automatizado (por medio de herramientas de inteligencia artificial) por un único agente (el gobierno). La crítica viene fundamentada en el entendimiento de que medidas de esta índole rompen con preceptos constitucionales arraigados en nuestras sociedades y que nos cuesta mucho ceder (como son la libertad de movimiento o el uso por terceros de nuestros datos personales).

Un claro ejemplo de este tipo de herramienta es la aplicación *Suishenban* –de obligatoria descarga y uso para poder acceder a los lugares públicos en China- que supone una de las medidas más innovadoras y de mayor complejidad tecnológica que, combinando el *big data* y la inteligencia artificial, en dimensiones nunca antes probadas,

supone “una verdadera revolución tecnológica a gran escala”.

Otras aplicaciones surcoreanas para *smartphones* como Corona 100m o Corona Map utilizan datos de geolocalización de los usuarios, para así, mediante los programas de inteligencia, elaborar mapas de rastreo, estadísticas, patrones (de edad o enfermedades preexistentes), disponibilidad de material sanitario, análisis de los recursos críticos de hospitales y centros de salud, consumo de bienes por zonas o previsión de las tendencias por áreas concretas.

En China todo indica que el uso de la inteligencia artificial aplicada al big data ha sido eficiente en la previsión y contención de la pandemia. En la Unión Europea se podría adaptar el sistema haciéndolo solo para personas que voluntariamente den su conformidad. Sin embargo, la eficiencia de esta herramienta disminuiría sensiblemente si una parte de la población se negase a ceder sus datos o someterse al resultado que arroje el color que señale el “semáforo matemático”. Cuantos menos datos escapen al análisis, más preciso es el algoritmo y más eficiente la herramienta.

En línea con esta tendencia, el gobierno español ha puesto en marcha un programa que permitiría rastrear el desplazamiento de la población, evaluar las capacidades sanitarias de cada provincia, así como monitorizar el cumplimiento del confinamiento por parte de los ciudadanos. Dicho programa también separaría (por evaluación de riesgo, a aquellos que -según los algoritmos) no han estado expuestos al virus, de los que presenten riesgo de contagio. Dicha herramienta –siempre que cumpla con la legalidad vigente y respete los derechos de los ciudadanos- podría ser una herramienta que aporte seguridad a la -tan ansiada- “vuelta a la normalidad”.

Todo indica que la “vuelta a la normalidad” se va a producir de forma escalonada compaginando, por un lado, la seguridad sanitaria y, por otro, el interés de reactivar la capacidad productiva y el consumo en general. El equilibrio entre ambos factores es complejo, sin embargo, las herramientas de inteligencia artificial aplicadas al *big data* pueden ser decisivas para que los gobiernos puedan valorar y hacer seguimiento efectivo de las medidas de apertura que vayan aprobando e implementando, así como la determinación de cuáles son efectivas y cuáles no. Por otro lado, gobiernos y empresas tienen capacidad para recabar información relativa a la demanda y consumo de productos –entre otros los de primera necesidad- de la población confinada.

Dicha información, con el adecuado procesado, puede ayudar a garantizar las cadenas de suministro, optimizar la distribución de los recursos, transporte y distribución (de tal forma que se logre abastecer a la población de los productos esenciales) así como aquellos que más se demandan en el confinamiento. Con dicha información, podrían asegurar las cadenas de suministro y tomar las decisiones correctas.

En el caso de que estas herramientas se usen y lleven a la mitigación efectiva de la propagación del virus y, al mismo tiempo, ayuden a crear las condiciones necesarias para que la ciudadanía vuelva, de forma progresiva, a sus puestos de trabajo (con las implicaciones directas que este hecho tiene en la reactivación económica) podríamos afirmar que dichas herramientas –de cara a la sociedad- habrían llegado para quedarse. Permanecerían no solo por la posibilidad de hacer frente a nuevos brotes del virus u otras situaciones de crisis, sino también porque se percibirían como necesarias y útiles en la optimización de procesos, recursos y toma de decisiones.

8.

Daniel Díez

*Globalización en tiempos de Covid-19:
hacia un modelo de Credit Scoring
Universal*



Globalización en tiempos de Covid-19: hacia un modelo de Credit Scoring Universal

Daniel Díez, Asesor en Estrategia Digital y Profesor del Programa Especializado en Blockchain del IEB

Nos encontramos en una circunstancia histórica, tras décadas de globalización, apertura y avance en nuestras libertades personales, por vez primera y contra todo pronóstico, la sociedad comienza a cuestionarse si este era el camino que debíamos haber seguido, o si por contra nuestras prioridades deberían haber sido otras.

Internet ha supuesto un radical avance en la forma de acercar a las personas y democratizar el acceso a servicios de la información en las últimas dos décadas, con una neutralidad independiente del género, raza o geografía de cada individuo. A pesar de esta circunstancia, existen aún multitud de ámbitos en los que la inclusión y democratización de servicios no habían alcanzado hasta la fecha los resultados que cabría esperar, siendo uno de ellos los servicios financieros.

El acceso al crédito se trata de uno de los principales motores de inclusión y desarrollo, y un factor fundamental para su correcta asignación es la capacidad que tengamos para medir de forma eficiente el riesgo, algo que se apoya en la calidad y diversidad de la información que está a nuestra disposición para generar lazos de confianza entre individuos e instituciones.

En la actualidad, la metodología de análisis de riesgos se apoya en el procesamiento estandarizado del histórico financiero y crediticio de una persona, junto a información demográfica y circunstancial que nos permite evaluar la prima o tipo de interés a aplicar, o si se concede o deniega el acceso al servicio.

Esta decisión y su previo análisis suelen ser procesados mediante modelos de scoring estandarizados como VantageScore o FICO, pero en gran

parte de escenarios este procesamiento suele ser llevado a cabo por empresas como Equifax (Beacon y Pinnacle), Experian (ERS) o TransUnion (Empirica) con modelos de scoring propios, que no suelen dotar de la debida transparencia a sus clientes sobre la forma de calcular tales scorings.

¿En qué fallan estos modelos?

Imaginemos a un individuo que cambia su residencia de un país desarrollado a uno emergente. Al acudir a su mismo banco para contratar servicios de los que ya disponía en origen se encontrará con varias limitaciones: las condiciones de contratación de servicios serán sustancialmente diferentes, superando en hasta 15 veces el coste de contratar un préstamo, no podrá disponer del acceso a diversos servicios (ej. hipoteca) al carecer de un histórico financiero en el nuevo país, o directamente servicios que consideraba convencionales no existen (ej. leasing de un automóvil).

Los modelos de scoring por lo general no son extrapolables de un entorno a otro y requieren de una muestra mínima de información, que aun así es difícil de obtener en múltiples escenarios y en determinados estratos poblacionales directamente no existe por lo que se penaliza a todo el conjunto poblacional, a pesar de que realmente pudieran ser solventes.

Asimismo, existe una enorme complejidad en la migración de datos personales o financieros debido a la diversidad de estándares entre empresas y países, y a que la información reside en silos en lugar de tener un punto central de custodia, el individuo.

Ante esta circunstancia cabe preguntarnos: *¿no debería ser la medición del riesgo algo asociado a cada individuo, independientemente de la geografía y circunstancias que le rodeen?; ¿cabría*

la posibilidad de establecer un modelo universal de análisis de riesgos?.

Esto pronto podría ser así gracias a nuevas tecnologías como Blockchain, Secure Multiparty Computation y las Pruebas de Conocimiento Cero (ZKP), que permiten desarrollar nuevos modelos de identidad digital soberana, donde el individuo pasa a ser el centro de todo como dueño de sus datos, potenciando el incorporar nuevas fuentes y capacidades analíticas para determinar de la forma más eficiente, neutral y anónima en qué medida podemos confiar en él.

En la actualidad, el 31% de la población adulta mundial (1.700 millones de personas) no dispone de una cuenta bancaria (Banco Mundial) y están, por tanto, excluidas del acceso al crédito por la vía convencional, algo que sucede incluso en países emergentes en los que la tasa de bancarización es más elevada, debido a que la información recopilada es tan limitada que no permitía hasta la fecha determinar correctamente los niveles de riesgo de cada individuo.

Iniciativas como Libra (Libra.org), la red impulsada por Facebook junto a 23 empresas, trata de generar un estándar de pagos y de identidad digital para agrupar la información social y financiera en no solamente países desarrollados, sino también en países emergentes y en vías de desarrollo.

Otras iniciativas como Kiva han impulsado una red de microcréditos sin ánimo de lucro en el cual cada patrono apoya proyectos personales de colectivos en países emergentes con una devolución libre de intereses, logrando una morosidad inferior al 1.5%; Ethic Hub en España, que incorpora un tipo de interés reducido, o Tala, que agregando nueva información no financiera a los análisis de riesgo crediticio en colectivos desbancarizados a través de los patrones de uso de un teléfono móvil, han

conseguido unos ratios de morosidad inferiores al 10%.

Modelos incipientes como estos podrían no únicamente desbloquear una creación de valor sin precedentes y llevar liquidez allá donde realmente se necesita en un periodo donde es especialmente importante, sino también llevar los servicios de confianza de lo individual a lo global, cambiando por tanto la forma en la que se gestiona el riesgo y se generan ecosistemas de valor.

¿Será la disrupción de la confianza el próximo escenario de gran impacto tecnológico y social? Nos encontramos en un período clave para construir, transformar y empoderar a aquellos que ahora más lo necesitan, mediante el uso de la tecnología y nuevos modelos de negocio integradores para participar en una generación de progreso y riqueza sin precedentes.

9.

Jesús Pérez Pérez

| *El desafío del pago de las pensiones públicas y el coronavirus*



El desafío del pago de las pensiones públicas y el coronavirus

Jesús Pérez Pérez, Profesor del IEB y consultor en Actuarios y Servicios Financieros

Como bien sabemos el sistema de financiación de las pensiones públicas en España es de reparto, esto significa que los actuales trabajadores activos-cotizantes con los que mediante sus cotizaciones sociales mensuales pagan a los actuales jubilados.

Ya partíamos de una situación de déficit crónico de financiación del sistema de pensiones público, en la medida que de las catorce pagas de jubilación, el sistema de trabajadores activos con sus aportaciones puede pagar doce, por lo que las otras dos pagas son con cargo a préstamos que periódicamente se venían haciendo desde los Presupuestos Generales del Estado, es decir, mediante la financiación desde impuestos y no de cotizaciones sociales, al ser éstas insuficientes para sostener el sistema de pensiones público.

La vulnerabilidad del sistema público de pensiones se resumen en:

- La tasa de paro hasta febrero de 2020 que estaba en el 13,8%, con la crisis del coronavirus se estima que se puede elevar hasta el 18% -20%.

- El porcentaje de nóminas públicas (funcionarios, jubilados, y beneficiarios por desempleo) es superior al de nóminas privadas, siendo éste último el que sostiene al anterior:

NÚMERO DE ASALARIADOS DEL SECTOR PRIVADO FRENTE AL NÚMERO DE PENSIONISTAS, DESEMPLEADOS Y EMPLEADOS PÚBLICOS

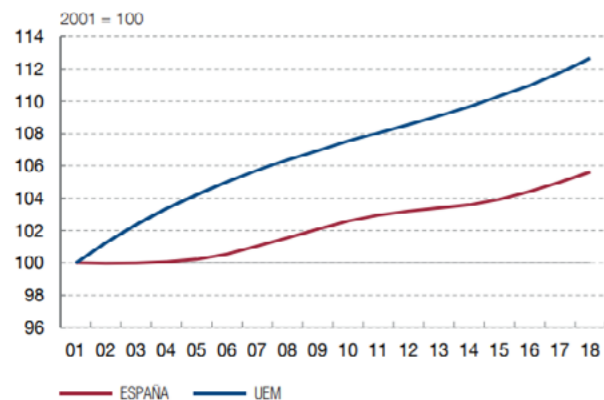


Fuente: Ministerio de Trabajo

- Incremento progresivo de los salarios, que ha supuesto mayores cotizaciones sociales de personas que ahora se van a jubilar con mayores pensiones que habrá que financiar.

- Competitividad y productividad de la economía limitada, muy basada en el sector servicios:

PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES

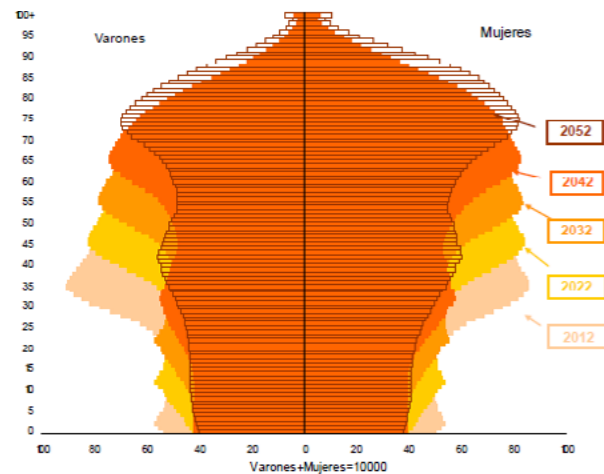


Fuente: Banco de España

- Evolución de la demografía: tasa de nacimientos de 1,2 nacidos por mujer y de fallecimientos en tasa creciente (llevamos varios años con tasa de crecimiento vegetativo negativa).

- Longevidad creciente: cerca de los 90 años.

PIRÁMIDES DE POBLACIÓN DE ESPAÑA



Fuente: INE

- Previsión creciente del número de pensionistas en los próximos años debido a la jubilación de la generación "baby boom": numerosa generación nacida en los años 50 y 60 que se comienza a jubilar a partir de 2021, lo cual somete a una presión extra al sistema de financiación de reparto.

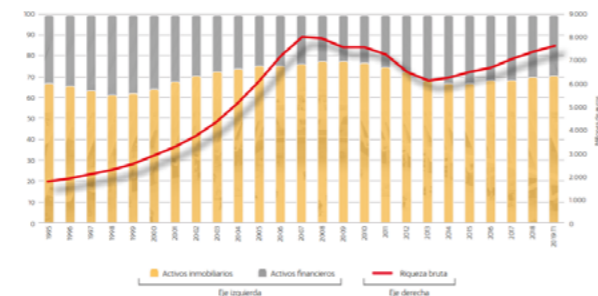
- Revalorización anual de las pensiones públicas, hasta ahora por encima de IPC.

- Condiciones de acceso a la jubilación laxas (entre ellas la edad efectiva de jubilación), a pesar de alargar la edad de jubilación.

- No activación del factor de sostenibilidad de las pensiones públicas, y desactivación del índice de revalorización de las pensiones existente hasta 2018.

- Concentración excesiva del ahorro de las familias en activos inmobiliarios que llega a ser entorno al 70%, poco líquidos y cuyo precio está asociado al devenir del país –principalmente al poder adquisitivo de España-, en comparativa con el bajo ahorro en instrumentos financieros líquidos y diversificados internacionalmente (fondos de inversión, planes de pensiones, seguros de ahorro, etc.), según se puede ver en el siguiente gráfico elaborado por el Observatorio del Ahorro y La Inversión en España: IESE, Bestinver:

DISTRIBUCIÓN DE LA RIQUEZA BRUTA DE LOS HOGARES EN ESPAÑA



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España. Hogares y ISLFLH

Por otro lado, y debido a la situación devenida por la pandemia de coronavirus, el Gobierno de España ha tomado una serie de medidas, entre las que se encuentran:

1- La posibilidad de las empresas de realizar ajustes temporales de plantilla a través de la flexibilización de los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). Así, los que sean causados por la crisis del coronavirus serán considerados de fuerza mayor y los trabajadores tendrán derecho a la prestación contributiva por desempleo, aunque no cumplan el requisito de cotización previa exigido.

El cobro de esa prestación no les computará de forma negativa a efectos del cobro posterior de la prestación por desempleo. Además, en estos se exonerará al empresario de la aportación empresarial de las cuotas de la Seguridad Social, condición necesaria en estos procedimientos de tipo ordinario y que agranda la merma de ingresos y disminuye aún más la capacidad recaudadora del Sistema de Seguridad Social.

2. Medidas de ayudas para trabajadores autónomos: otro de los aspectos que tendrán efecto negativo en forma de reducción de los ingresos de la Seguridad Social es la flexibilización para el colectivo de los autónomos en el acceso al cese de actividad para que puedan cobrar con rapidez una prestación en caso de dificultad económica. Una medida que, por un lado, implica un gasto extra para la Seguridad Social a la hora de otorgar el conocido como paro de los autónomos, y por otro lado supone que la Seguridad Social deja de la cuota de cotización de los autónomos.

Sólo con estas dos medidas comentadas, el préstamo previsto de 13.000 millones de euros de la Administración Central a la Seguridad Social para el pago de pensiones en 2020, se quedará cortos para hacer frente a un desembolso en pensiones

que para el conjunto del año se espera supere los 135.000 millones de euros, lo cual supondrá más desvío del déficit público con la consiguiente emisión de más deuda pública y de previsible subida de impuestos.

Con todo lo anterior, se hace más necesario que nunca la reformulación del sistema público de pensiones, de forma que tal vez esta situación de crisis del sistema económico en la que ha derivado la pandemia del coronavirus, va a "facilitar" el consenso político en la toma de decisiones importantes en cuanto a la financiación del sistema público de pensiones, y que hasta ahora no se había "atrevido" ningún gobierno a formular. Entre estas decisiones está la puesta en funcionamiento, de entre otras, algunas medidas ya anunciadas, pero no activadas como son:

1. El alargamiento de la edad legal de jubilación, de forma que edad legal de 67 años de acceso a la jubilación previstos para 2027 se hagan efectivos antes.

2. Limitar la laxitud de acceso a la jubilación mediante la puesta en marcha de los porcentajes reductores de la base reguladora de la pensión, con el fin de elevar la edad media efectiva de acceso a la pensión de los 64 años y cinco meses actuales a los 67 años indicados anteriormente.

3. Aumentando el cómputo de años de cotización activa a considerar para el cálculo de la pensión.

4. Informar a los cotizantes de la pensión pública estimada cuando se jubilen, de esta forma el trabajador podrá realizar su ahorro privado buscando complementar la pensión pública de forma más cierta que ahora.

5. Activar el mecanismo del factor objetivo de sostenibilidad de las pensiones públicas, asociado a la longevidad.

6. Activar el índice de revalorización de las pensiones, no por encima del IPC.

7. Hacer obligatorio el segundo pilar del ahorro-previsión: sistemas de pensiones de empleo, como ocurre en países de nuestro entorno.

8. Diversificar más el ahorro de las familias hacia vehículos financieros líquidos en contraste con la actual concentración del ahorro de las familias en vivienda, ya que el precio de ésta depende básicamente de la situación económica de España, como hemos visto que ha ocurrido desde la crisis de 2008.

9. Y en general, concienciando a los ciudadanos de que deben complementar la pensión pública con Ahorro privado financiero.

10.

Jorge Medina Aznar

| *La estrategia empresarial tras el
COVID-19*



La estrategia empresarial tras el COVID-19

Jorge Medina Aznar, Profesor del Master in International Finance IEB y Consejero de Enefgy

El mundo se enfrenta de nuevo, como viene ocurriendo todos los siglos, ante una pandemia de consecuencias difíciles de predecir desde el punto de vista económico, social y político. En pleno siglo XXI y como indica el escritor israelí Y. N. Harari en su libro *Homo Deus*, no debíamos descartar que una nueva cepa de gripe se expandiera y creara una pandemia, sin embargo, ya no lo consideraríamos una calamidad natural inevitable como nuestros antepasados, sino un fallo humano inexcusable.

A la grave crisis humanitaria y sanitaria que ha provocado el Covid-19, especialmente en España, le ha sucedido un parón total de la economía, fruto del confinamiento de la población. Esta restricción del movimiento de personas ha forzado la interrupción total y simultánea del proceso productivo y del modelo de consumo de bienes y servicios, a excepción de aquellos considerados de primera necesidad.

Desde un punto de vista del efecto macroeconómico, las previsiones apuntan, según PWC, a una caída del PIB mundial de hasta un 4%, mientras que para el caso español esta disminución del PIB estaría entre el 5% y el 15%. La salida de la crisis en L o en U dependerá del plazo de duración de la pandemia y de la eficiencia de las medidas de impulso económico que tomen los Gobiernos.

Del impacto económico negativo no se librarán las grandes empresas ni los bancos, aunque la principal preocupación se centra en el tejido empresarial español, el mayor generador de empleo en España, que por sus propias características: polarización, peso importante en servicios y escasa digitalización, le hacen muy vulnerable a esta crisis.

Reacciones de las empresas a la crisis pandémica

En los primeros momentos, con escasa y confusa información sobre el porcentaje de contagios y la

duración del confinamiento, los CEOs y empresarios han tenido que navegar en la incertidumbre y tomar decisiones con rapidez.

La fase de reacción a la crisis ha tenido como prioridades: proteger la salud de los clientes y empleados, asegurar la cadena de suministro y contribuir a evitar la propagación del virus e intentar generar impacto en la sociedad, mediante cooperación directa o inversiones. Ahora las empresas están centradas en evaluar y gestionar los aspectos claves de cada negocio, para asegurar la supervivencia de la empresa en el corto y medio plazo.

La caída repentina de la demanda tiene consecuencias diversas en las diferentes industrias. Las empresas están creando escenarios de disrupción de ventas y proyecciones de tesorería para los próximos meses, que les lleve a evaluar su situación y emprender actuaciones inmediatas. El plan de acción en marcha conlleva, en todo caso, conocer: la operatividad de clientes y proveedores, la capacidad de diferimiento de pagos e impuestos, la disponibilidad de líneas de financiación de los bancos y la posibilidad de acogerse a planes ERTE.

En la resolución de esta crisis estamos viendo que la gestión de la información y la toma de decisiones recae en el máximo nivel de responsabilidad de la organización, el CEO o empresario. Juegan con ventaja aquellas empresas y directivos que tienen un alto grado de conocimiento del negocio y de su entorno, porque son más ágiles y certeros en la búsqueda e implementación de soluciones.

Por otra parte, los empleados de las empresas están demostrando un alto grado de compromiso ante la nueva situación de teletrabajo, que requiere un cambio importante de hábitos y una disciplina en el trabajo diario y en los objetivos. En esta situación el papel del directivo es mostrar empatía, comunicar

de forma clara y transparente, y transmitir confianza.

El posicionamiento de las empresas en la etapa post Covid-19

Una vez se supere el período de confinamiento, además de continuar con esta planificación de corto plazo, será obligado encender las luces largas para evaluar el nuevo entorno, identificar los cambios que vienen e implementar los ajustes y mejoras necesarias que permitan a las empresas adaptarse a las nuevas reglas de juego, para conseguir ser más competitivas y resistentes a situaciones de estrés.

Es previsible un cambio de paradigma mundial en la vuelta a la denominada "nueva normalidad". La búsqueda de protección de la salud de los ciudadanos mientras no se disponga de una vacuna eficaz contra el virus, enmarcará el nuevo comportamiento de clientes, empresas y Gobiernos.

Las empresas se tienen que adaptar a esta transformación, reinventándose, revisando el modelo de negocio, validando que la propuesta de valor sigue siendo vigente y pensando en una nueva forma de fabricar, trabajar, distribuir, competir y relacionarse con los grupos de interés.

Para poder adivinar estos cambios, veremos empresas que mantienen una comunicación continua con sus clientes, para entender sus comportamientos, hacerles sentir que sus necesidades y expectativas centran la dirección de la compañía y fidelizarles en el medio y largo plazo.

Asimismo, asistiremos a una aceleración del proceso de digitalización de las empresas y de la venta on-line, que les haga más eficientes y resistentes ante próximas crisis. El teletrabajo se consolidará como forma de trabajo definitiva, con una mayor disponibilidad de tiempo para

la formación continua de nuevas habilidades y conocimientos.

Presenciaremos también un nuevo tipo de gestión y liderazgo basado en la capacidad de inspirar y motivar a las personas, crear un propósito y unos objetivos comunes y fomentar la innovación y la participación de todos los empleados. La capacidad de comunicación con los grupos de interés y la gestión de personas en remoto, requerirá claridad en la definición de la estrategia y los objetivos, además de empatía para hacerles sentir parte esencial del proyecto de la empresa.

La cultura de las empresas se fortalecerá con un propósito integrador y el mayor énfasis en principios y valores como son la confianza, la transparencia y la integridad. En esta crisis estamos viendo una enorme generosidad y calidad humana por parte de empresas y empleados con enfermos del coronavirus o personas más desfavorecidas, que ponen de manifiesto la humanidad de las empresas y los ciudadanos en situaciones difíciles.

Hay muchos más asuntos que con total seguridad serán de vital importancia en esta etapa post Covid 19 como son la gestión de los riesgos reputacionales, la ciberseguridad o los planes de contingencia. La transición ecológica (E), el cuidado del planeta y sus enfermedades, serán también un proceso imparable, aunque los compromisos sociales (S) y el Gobierno (G) necesarios para la salida de esta crisis, puedan producir algún retraso en las millonarias inversiones comprometidas.

11.

Ramón Casilda Béjar

| *Coronavirus y fondo verde de
activación PYME*



Coronavirus y fondo verde de activación PYME

Ramón Casilda Béjar, Profesor del IEB

El "coronavirus o la COVID-19", ha originado una crisis económica que no ha hecho más que comenzar, y nadie sabe cómo será de profunda, extensa, intensa y mucho peor aún, cuántas vidas se cobrará. Nos enfrentamos a una crisis sin precedentes.

Al considerar la inmensa caída del tejido empresarial y en consecuencia la destrucción de puestos de trabajo de toda clase y condición, resulta esencial evitar el colapso económico y productivo. En el sistema productivo de cualquier país, su tejido empresarial es importante, quizás lo más importante. Veamos cómo está constituido el nuestro.

Según el Instituto Nacional de Estadística (2018), existen 3,34 millones de empresas. De estas, solamente 2,89 millones están dadas de alta en la Seguridad Social (SS). Las 450.000 empresas

restantes, suelen ser microempresas que no llegan a los 5 trabajadores y que ejercen su actividad en la economía sumergida, ocasional, u otras modalidades.

Del total de empresas que sí están dadas de alta en la SS, el 95% cuentan con menos de 10 trabajadores. Son microempresas entre 1 y 10 trabajadores, emplean a 5 millones de personas, que representan casi un tercio del total de trabajadores que son 19,32 millones.

En el otro extremo, nos encontramos con las grandes empresas, las que tienen 250 o más asalariados. De este tipo figuran inscritas en la Seguridad Social unas 4.700, que dan empleo a 5,35 millones de personas, otro tercio del total de la población en activo.

En medio se encuentra la pequeña y mediana empresa. Pequeña son las casi 150.000 que están

situadas entre los 10 y los 49 trabajadores que emplean 3 millones de asalariados.

Mediana, son las casi 25.000 que se ubican entre los 50 y los 250 trabajadores, dando empleo a 2,4 millones. Estos dos segmentos, deberían ser el objetivo primordial de la política económica de cualquier gobierno. En última instancia, las 175.000 empresas con sus 5,4 millones de empleados son la clave para modificar el sistema productivo español.

Aunque la pandemia del coronavirus ha perturbado nuestro orden económico a una velocidad y escala que no hemos visto desde la Guerra Civil, al mismo tiempo, representa una oportunidad para “transformar el modelo productivo”, comenzando por las “pequeñas y medianas empresas”. De conseguirlo, no solo se fortalecería su capacidad productiva y competitiva, sino también, su crecimiento y dimensión para internacionalizarse.

Lo mismo podría suceder con las microempresas, que estaremos de acuerdo que, con menos de 10 trabajadores, se pueden hacer muy pocas cosas. Su estructura es cuando menos limitada. Estas microempresas repiten las mismas tareas año tras año, y el nivel de formación de los trabajadores es muy reducido. La COVID-19, representa la gran oportunidad para la reconstrucción del modelo productivo español, que descontando las grandes empresas –algunas líderes mundiales– representa lo más genuino del tejido empresarial español.

Como bien dice Julio Sequeiros, “modificar el sistema productivo de un país, además de importante, resulta estratégico. Pero el sistema productivo de un país, no se cambia de la noche a la mañana. Forma parte de la esencia misma de su economía.

Se modifica como consecuencia de las iniciativas de las políticas y los agentes económicos

(básicamente privados) en el medio y largo plazo, adaptándose a los cambios en la demanda y tratando de ser competitivos a lo largo del tiempo. En el sistema productivo de cualquier país su tejido empresarial es importante, quizás lo más importante”.

Mi propuesta para hacerlo es comenzar por el segmento de las Pymes, y para ello propongo crear el **“Fondo Verde de Activación Pyme”**, cuyas principales características que lo definen son:

El Fondo se encuentra en línea con las instituciones de la UE que defienden que la lucha contra el cambio climático esté en el centro de la recuperación económica de Europa.

El Fondo recibiría aportaciones a fondo perdido de la Unión Europea preferentemente y otros apoyos financieros provenientes del Banco Europeo de Inversiones y otras instituciones españolas como el ICO e incluso Bankia como entidad pública (al menos hasta diciembre de 2021).

De aprobarse el Fondo de Recuperación diseñado por el Gobierno español de 1,5 billones de euros, u cualquier otro que finalmente sea el aprobado, recibiría transferencias a fondo perdido para recuperar las economías especialmente las más dañadas por la crisis del coronavirus.

El Fondo, se podría verse reforzado con aportaciones del Pacto Verde Europeo al que se pueden sumar otros Fondos comunitarios que “invierten” en la economía verde y digital.

El Fondo puede también recibir aportaciones del “sector privado” (bancos, empresas, fundaciones) en sus diferentes vertientes económicas y financieras a fondo perdido o por medio de contribuciones en “especie”.

El Fondo, sería de alcance nacional y descentralizado con presencia en todas las Comunidades Autónomas.

El Fondo se centraría en apoyar proyectos que contribuyan e impulsen el cambio de modelo productivo, alineándose con el “Pacto Verde Europeo”, como gran palanca del cambio de modelo productivo.

El Fondo representa una visión de futuro en proyectos vinculados a la economía verde y digital, incorporando la sostenibilidad en el modelo de negocio y en la cultura empresarial.

El Fondo con su visión de futuro emulando al Plan Marshall, que creó el banco de desarrollo alemán Kreditansalt für Wiederaufbau (KfW), crearía el “Instituto de Activación Para el Cambio de Modelo Productivo de la Pequeña y Mediana Empresa”, desde donde se administraría y gestionaría y sería de carácter público-privado, no excluyendo que su ámbito de actuación siempre referido al cambio del modelo productivo, pueda ampliarse hacia las microempresas.

Mirando hacia delante, las pequeñas y medianas empresas, tienen un amplio camino por recorrer, aunque muchas de ellas ya lo han iniciado, abordando profundos procesos de cambio, poniendo énfasis en los proyectos relacionados con la economía verde y la digitalización en plena sintonía con la Comisión y el Parlamento Europeo que han ratificado que la digitalización y el Pacto Verde –la ruta que se había marcado Bruselas para erradicar los gases de efecto invernadero– como los vectores transformadores del sistema productivo europeo, que será más sofisticado, sostenible y socialmente más equilibrado.

Y una nota sobre las Pymes españolas, que compiten desde sus capacidades distintivas. Sin

embargo, su debilidad se encuentra en la productividad. La productividad no lo es todo, pero en el largo plazo lo es casi todo.

La productividad, representa la principal respuesta a casi todos los retos y vulnerabilidades de la economía española. El resultado es que la productividad relativa de las pequeñas y medianas empresas españolas es un 40% inferior a la de las alemanas (las Mittelstand).

Este diferencial se va rebajando a medida que se analiza la productividad de las grandes empresas. Las Mittelstand, son los pilares sobre los que se asienta la competitividad de la potente economía alemana.

Para finalizar, decir que esta propuesta y sus ideas, no son ni definitivas ni cerradas, sino abiertas al debate y la reflexión, para conjuntamente buscar el mejor diseño del Fondo y sus objetivos.

12.

Diego Pitarch

| *Un futuro internacional: un nuevo orden ha llegado*



Un futuro internacional: un nuevo orden ha llegado

Diego Pitarch, Profesor del Master in International Finance del IEB y director UDN Digital Transformation en CITD Engineering & Technologies

Hace apenas dos meses el mundo era diferente, las tiendas estaban abiertas, los niños iban a los colegios y los trabajadores a sus puestos de trabajo. Oíamos que algunas mercancías no podían salir de China porque estaban en cuarentena y muchas fábricas habían dejado de funcionar, y nosotros viéndolo desde la barrera y con cierta reticencia y hasta "gracia". Pasados unos días se oyeron voces desde nuestros vecinos mediterráneos. En Italia empezaba a morir la gente por la misma enfermedad que en China había matado a miles de personas, pero lo seguíamos viendo en la distancia hasta que llegó a España y lo estamos sufriendo, y de qué manera, con nuestros propios compatriotas.

Que fácil y que sencillo ha sido la expansión de una enfermedad en todo el planeta, porque esto no es ya un problema de España, de Italia o de China, es un problema del mundo entero donde miles de millones de personas están confinadas en sus casas para

que esto pase lo más rápido posible, haciendo que las economías mundiales se contraigan, se bloqueen y hayamos pasado de una velocidad de crucero constante e incluso creciente en muchos países a estar casi en "ralentí". Que fácil ha sido para una amenaza tan microscópica, generar un problema tan grande en todo el planeta y nosotros sin verlo o, mejor dicho, casi sin querer verlo.

Estamos ante un hecho sin precedentes. Ante una situación que, si bien en el mundo han existido otras pandemias, no nos hemos enfrentado jamás a una de estas características, y evidentemente no sabemos que nos deparará el futuro. Es por esto por lo que hacer previsiones o adelantos de hechos y conclusiones puede ser una labor digna del mismísimo oráculo de Delfos, porque podemos intuir, especular, pero no saber a ciencia cierta.

Esto ha tenido, tiene y tendrá una repercusión económica letal para muchas empresas y países y España no va a ser menos que otros donde una de nuestras principales industrias es la turística que se verá afectada mucho incluso después del confinamiento, pero seguro que traerá muchas oportunidades en un futuro y francamente, es algo que nos debe importar a todos, ya que, como dijo el genial Woody Allen, *“Me interesa el futuro porque es el sitio donde voy a pasar el resto de mi vida”*.

Este factor sanitario, con repercusión económica y social, no ha hecho más que acelerar un proceso que ya estaba en marcha. Es verdad que China ha caído en exportaciones algo más de un seis por ciento, pero no olvidemos que, aparentemente, a falta de datos más concretos o fiables, está siendo el primero en recuperarse.

Ya se preveía, según varios estudios, que para el año 2040, China y la India serían los principales centros económicos mundiales, no solo por producción, si no por consumo y mercado, añadiendo a éstos, países de Iberoamérica como Méjico y otros emergentes. Pero esto, como comentaba, no ha hecho más que acelerar un proceso que ya estaba en camino y que modificará varias cosas en el comercio internacional, los centros productivos, los modelos operativos, los mercados y los movimientos de mercancías entre otros.

La humanidad se ha dado cuenta que no se puede depender en un porcentaje tan alto de la producción de dos, tres, cinco países, con lo que seguramente se trabajará en el medio plazo en la descentralización de las plantas de producción, creando más centros productivos alrededor del mundo, más pequeños y eficaces, haciendo que se creen nuevas rutas y más próximas para el abastecimiento de las mercancías.

Los modelos operativos cambiarán, no sólo por un proceso sanitario, si no por un proceso psicológico, donde las personas restringirán sus movimientos por miedo principalmente. Los mercados cambiarán considerablemente, donde la Unión Europea ya no será tan Unión ni tan europea y los Estados Unidos tendrán menos peso en el nuevo orden comercial mundial.

Tengamos en cuenta que cuando la humanidad tiene miedo e incertidumbre por el futuro, tiende a la territorialidad, haciendo que seamos más “egoístas” y busquemos un mayor consumo de lo nuestro buscando el “primero los míos” y ya veré con los otros. Si volviéramos a preguntarle al oráculo de Delfos, nos diría que esta situación no acabará con el comercio internacional, como muchos piensan, esta situación redistribuirá el orden mundial económico, dándole oportunidades a muchos países que han sabido hacer frente al mayor problema de la humanidad de los últimos años.

Surgirán nuevos actores, nuevos modelos de negocio, nuevas divisas y formas de realizar las transacciones. La globalización se transformará en mundialización definitivamente y será, no sólo para mercancías, si no para trabajadores también, donde el teletrabajo se convertirá en un modo casi de vida y se implantará aún más en un país como España, donde estaba relegado a un segundo plano. Podremos (aunque ya algunas empresas lo trataban) estar en Madrid y a la vez trabajar para una empresa que está en Los Ángeles o en Beijing. Debemos ser conscientes que el mundo ha cambiado, cuando salgamos de nuestras casas, no será nada normal porque nosotros habremos cambiado también.

Decía Victor Hugo que “El futuro tiene muchos nombres. Para los débiles es lo inalcanzable. Para los temerosos, lo desconocido. Para los valientes es

la oportunidad”. Miremos el mercado internacional con ojos de valientes. Somos un pueblo que ha estado amenazado por muchas cosas a lo largo de nuestra más que dilatada historia, con grandes epopeyas y con grandes desgracias, pero que siempre ha visto en el futuro la oportunidad.

Veamos otros mercados, compartamos otras oportunidades, animémonos a la conquista internacional, porque el nuevo orden ha llegado y lo único que nos queda es posicionarnos y dar un paso adelante. No es momento de lamerse las heridas ni de desorientarnos, porque el comercio internacional nos da la oportunidad de mirar a los ojos del futuro.

13.

Jesús Hernando Sarria-Pedroza

| *El acuerdo extrajudicial en situación
de insolvencia*



El acuerdo extrajudicial en situación de insolvencia

Jesús Hernando Sarria-Pedroza, Profesor del IEB y CIO en INEO Corporate

Ante el inminente alejamiento de una recuperación en "V" o incluso en "U", buena parte del tejido empresarial vuelve a pender de unos finos hilos para mantener sus operaciones. La actual situación de hibernación de la economía ha provocado una ruptura de la actividad económica sin precedentes tanto por el lado de la demanda con las restricciones de movilidad, como por el lado de la oferta que ha dejado muy mal parado al modelo de producción "just in time" que por muchos años ha sido adoptado como un modelo hasta hoy invulnerable para la aportación de eficiencia en los procesos productivos.

En el entorno local, con una economía soportada principalmente en los servicios (21,6% del PIB) y un sector manufacturero que ronda el 12% del PIB, es inminente que pronto algunas empresas se encuentren con serios problemas para afrontar sus obligaciones a corto plazo. En buena parte

dependerá de la capacidad de adaptación de sus costes, que con la entrada en vigor del RD-Ley 9/2020, el cual encarece los despidos derogando la situación de objetivos, parece no aportar mucho recorrido.

Por otra parte, los anuncios de dotación de liquidez anunciados, pasan nuevamente por el canal utilizado en la pasada crisis, el cual como bien se recuerda no fue lo suficientemente eficaz. Por último, los recursos propios de las empresas si bien han aumentado su proporción gracias al desapalancamiento forzoso vivido en los últimos años, no son todo lo líquidos que se espera para una situación como estas.

Por una lado, buena parte de las provisiones de las empresas son meros apuntes contables los cuales no han sido abordados con rigurosidad, ni con el carácter prudencial para el cual han sido

concebidas, por otra parte, la opción de nuevas entradas de capital se ven limitada a aquellas empresas con proyectos escalables con presencia internacional, poco endeudadas y donde los fondos de private equity han establecido un mínimo de ingresos de 10 millones de euros, para el resto de pymes esta opción queda limitada a la liquidez de sus accionistas.

Ante esta situación, es necesario analizar detenidamente los mecanismos previos contemplados en la Ley 22/2003, de 9 de julio, conocida como Ley Concursal, para apoyar la continuidad de las empresas. Estos mecanismos son el acuerdo extrajudicial y la propuesta anticipada de convenio.

Como bien menciona la Ley, el acuerdo extrajudicial presenta ciertas ventajas a tener en cuenta ante una situación de insolvencia, como puede ser el ahorro en costes por no tener que incurrir en gastos de abogado y procurador, por otra parte, aumenta considerablemente la probabilidad de mantener la operación sin tener que acudir a los tribunales, siendo imperativo para obtener la exención de los pasivos insatisfechos, en cuanto a la gestión de la actividad el deudor mantiene toda su capacidad operativa y admirativa, solo supeditada al cumplimiento de los términos acordados con sus acreedores en el acuerdo extrajudicial.

Finalmente, los afectados por la situación de la empresa *“no podrán iniciar ni continuar ejecución judicial o extrajudicial alguna sobre el patrimonio del deudor mientras se negocia el acuerdo extrajudicial hasta un plazo máximo de tres meses”* (Art. 235.a Ley Concursal)

En los acuerdos extrajudiciales dependiendo de la proporción de acreedores adheridos al acuerdo, se pueden plantear esperas hasta un máximo de 10 años y quitas superiores al 25% (se necesita un mínimo del 75% de acreedores que no gocen de

garantía real, si es al menos del 60% las esperas no podrán superar los 5 años y las quitas serán inferiores a 25% del nominal adeudado) según Art. 238 de la Ley Concursal.

En caso que este tipo de acuerdos se materialice con éxito debe ser elevado a escritura pública, ya que, en caso de incumplimiento del acuerdo, será necesario la declaración del concurso consecutivo y en caso de cumplir con las características que determina la Ley se tramitaría por procedimiento abreviado.

Para la solicitud del acuerdo es necesario llevar a cabo una preparación previa de la compañía incluso antes de requerir el nombramiento del mediador concursal, en primer lugar, se debe llevar a cabo una optimización de costes, en el ámbito laboral y operativo, así como de potenciales activos improductivos que puedan aportar liquidez.

Una vez realizada esta optimización se debe realizar un presupuesto de los gastos e ingresos previstos en los próximos 12 meses con una temporalidad al menos semanal, con esto se tendrá una visión general de la estructura de costes, ingresos y desfases de liquidez. Una segunda optimización puede ser viable una vez se tengan mapeados todos los ingresos y gastos. Es necesario además contar con una relación las garantías aportadas tanto societarias como personales.

Además, se debe tener en cuenta la financiación dispuesta y disponible y realizar sobre ella unas sensibilidades con unos porcentajes de reducción entre el 30% y el 60% de las líneas actuales ya que en cuanto se comunique la situación de la empresa a las Entidades Financieras estas optaran inicialmente por restringir parte del disponible, mientras se negocian los acuerdos planteados.

Otra cuestión muy importante es la comunicación de la situación, tanto a los acreedores comerciales, entidades financieras y el propio personal. Un acuerdo de reestructuración de este tipo abre al menos estos tres frentes, sin contar con la Administración, los cuales deben de gestionarse de forma eficiente y concreta, teniendo en cuenta cada una de sus aspiraciones y objetivos.

Una invitación a conocer la empresa (financieramente), detallar específicamente los motivos por los cuales se ha llegado a esta situación, presentar un flujo de caja conservador y prudente asumiendo los compromisos necesarios y presentando iniciativas y acciones llevadas a cabo por parte de la propia empresa, aporta confianza a los acreedores que ante esta situación no asumirán todos los compromisos, sino que serán compartidos con la empresa para llegar a un único fin que será mantener la actividad para poder hacer frente a los compromisos adquiridos.

La fase de negociación y cierre tendrá mayor éxito para las partes si las fases anteriores de preparación y comunicación se han realizado de forma oportuna. La atención de cada acreedor en la fase de negociación es fundamental para atender sus requerimientos y poder establecer puntos de encuentro de manera oportuna y que no se dilaten en el tiempo, ya que es un factor que juega en contra una vez se inicia el proceso.

Como se puede apreciar la declaración de una situación de insolvencia requiere de una exhaustiva preparación, la cual no garantiza por si sola la viabilidad de la actividad, pero si brinda un marco de garantías sobre el cual se aumentan las probabilidades de mantener la actividad y poder hacer frente a los compromisos adquiridos. Según datos del INE de los 6.599 concursos presentados por deudores (personas naturales y jurídicas) en 2019 tan solo 19

presentaron propuesta anticipada de convenio, lo cual indica que todavía se mantiene una incorrecta interpretación y uso de los instrumentos de la Ley Concursal.

CAPÍTULO III:

VISIÓN MACROECONÓMICA Y FINANCIERA
GLOBAL

1.

Paul Moran Sheehan

| *Tenemos un “New Deal” o un
nuevo “Plan Marshall”*



Tenemos un “New Deal” o un nuevo “Plan Marshall”

Paul Moran Sheehan, Director del Centre of European Union Studies y profesor del Master in International Finance del IEB

Después de que Stalin se reuniera con Roosevelt y Churchill en Yalta en 1945 para discutir el futuro de Europa, declaró que las mejores relaciones se basan en malentendidos. Desde el “New Deal (1933 - 1939)” y el “Plan Marshall (1947-1952)”, los políticos han utilizado malentendidos de estos dos programas para promover sus propios objetivos políticos.

El “New Deal (1933 - 1939)” fue un programa de lucha contra la “Gran Depresión” mediante la creación de un estado de bienestar (atención médica, seguro de desempleo, etc.) y el uso de políticas de estímulo fiscal keynesiano cuando las empresas privadas y los hogares no estaban dispuestos a gastar debido a los temores sobre sus perspectivas económicas futuras. Como dijo Roosevelt, “creo firmemente que lo único que debemos temer es... el miedo mismo”.

Después de la Segunda Guerra Mundial, en 1947, Estados Unidos dominó el mundo económica y militarmente. Europa, Rusia y China fueron devastadas económicamente por la Segunda Guerra Mundial. Estados Unidos utilizó su dominio para construir nuevas instituciones de cooperación internacional, incluidas las Naciones Unidas, el FMI, el Banco Mundial, la Organización Mundial del Comercio, la OTAN y la Organización para la Cooperación Económica Europea (OECE) para ayudar a administrar el Plan Marshall (1947-1952).

La OECE se convirtió en la OCDE en 1961, un grupo de expertos, para estimular el progreso económico y el comercio mundial, mientras que el papel del FMI es fomentar el crecimiento global y la estabilidad económica. Si una economía sufre una crisis financiera y los inversores privados no están dispuestos a financiar políticas gubernamentales a tasas de interés sostenibles, el FMI prestará a esos

gobiernos bajo una política de estricta condicionalidad.

Durante la última crisis financiera, la UE creó nuevas instituciones, como la Troika y el MEDE, para hacer frente a la crisis bancaria y crediticia. La Troika se creó en 2010 y estaba compuesta por el FMI, la Comisión Europea y el BCE para otorgar préstamos a aquellos países (Grecia, Irlanda, Portugal y España) que no podían financiar sus políticas gubernamentales a tasas de interés sostenibles.

En 2012, la Eurozona creó una nueva institución, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) con una capacidad de préstamo máxima de 500 mil millones de euros para proporcionar asistencia financiera a los estados miembros de la eurozona en dificultades financieras. La Troika y el MEDE han sido criticados por aplicar demasiada "austeridad" a cambio de préstamos a tasas de interés sostenibles.

Durante las últimas semanas, los países de la Eurozona se han reunido en numerosas ocasiones para debatir cómo financiar el costo del gran daño económico causado por el coronavirus. Todas las economías europeas han sufrido daños económicos, pero aquellos países con una baja relación deuda / PIB, como los Países Bajos (59,4%) y Alemania (62,6%) tienen más espacio fiscal que países como Grecia (178,2%), Italia (137,3) y España (97,9%) para hacer frente a la crisis. El peligro es que la deuda pública aumentará dramáticamente en todos los países y se volverá insostenible en Grecia, Italia y España.

El 19 de marzo, el Banco Central Europeo lanzó el programa de compras de emergencia (PEPP) de 750 mil millones de euros para estabilizar los mercados financieros y de bonos de la eurozona. Los mercados de bonos italianos y españoles se estabilizaron. El 25 de marzo, una coalición de nueve estados liderada por Francia, Italia y España

pidió un "instrumento de deuda común", un bono Corona, para financiar una respuesta a la crisis. Los Países Bajos y Alemania no estuvieron de acuerdo con la propuesta de bonos de Corona y sugirieron un programa del Mecanismo Europeo de Estabilidad con muy pocas condiciones fiscales.

El 23 de abril, se encontró un compromiso político. Tenemos un "New Deal". Tenemos un nuevo "Plan Marshall." Los líderes de la UE acordaron encomendar a la Comisión Europea la creación de un "fondo de recuperación". Después de las reuniones, Ursula von der Leyen, presidenta de la comisión, dijo que "no estamos hablando de millones, estamos hablando de miles de millones", pero se negó a dar detalles sobre los números involucrados. Mientras tanto, Guy Verhofstadt, un ex primer ministro belga, aclaró el tema diciendo que "las subvenciones son como el agua en una lucha contra incendios, mientras que los préstamos son el combustible".

La falta de detalles en el acuerdo de la UE permite que todos los líderes políticos reclamen la victoria. Las naciones altamente endeudadas creen que obtendrán millones de subvenciones y las naciones fiscalmente austeras creen que los préstamos de la UE evitarán una "nueva crisis de deuda soberana". Al final, Stalin tenía razón, las mejores relaciones se basan en malentendidos.

2.

Luis Fernando Utrera Infantes

■ *El petróleo, un tablero de ajedrez*



El petróleo, un tablero de ajedrez

Luis Fernando Utrera Infantes, Subdirector del Master en Bolsa y Mercados Financieros del IEB

En 2019, *grosso modo*, el mundo necesitó 80 millones de barriles/día y produjo otro tanto, con variaciones de algunos cientos de miles de barriles lo que justificaba cierta volatilidad.

Con la infección del Covid19, en febrero la demanda cayó unos 4 millones de b/d. En marzo, se estimó que la demanda había caído en unos 20 millones de b/d.

Solo el sector de la aviación redujo su actividad casi el 80%, lo que supone unos 5 millones de b/d. Sumémosle el cese del tráfico, el colapso, por cuellos de botella en la cadena de suministro, en miles de industrias, el cierre de algunas economías, más el miedo en la población (frenando el consumo) y nos saldrán las cuentas.

Parece que lo lógico era cortar el grifo y dejar de producir; sin embargo las cosas no siempre

son tan sencillas como nos gustaría. Analicemos los protagonistas, la situación del mercado y los posibles finales.

Los actores: el galimatías geopolítico

Las relaciones EEUU-Arabia Saudí, se han ido deteriorando. De los 19 terroristas del 11S, 15 eran de origen saudí. Se promovieron leyes para demandar al reino como responsable subsidiario (financiar terroristas). Obama vetó la ley pero el Congreso anuló el veto en 2017. Desde entonces, han prosperado varias demandas contra Arabia Saudí, pendientes aún de resolución. Luego, la participación saudita en la guerra del Yemen, contra el criterio estadounidense. También la sospecha de que tras la dimisión (incluido secuestro) del primer ministro libanés Saad al Hariri estaban los saudíes. El acercamiento de la monarquía a Rusia. Y, finalmente, el escándalo del asesinato del periodista

disidente Jamal Khashoggi en el mismo consulado saudí de Estambul (implicando al mismísimo príncipe heredero).

Tras este proceso, la Administración americana se ha visto obligada a dar el ok al antiguo proyecto NOPEC (contra cárteles que fijan precios en el petróleo). Un ataque directo a la OPEP y Arabia Saudí en concreto.

Luego tenemos a Rusia. En la medida que EEUU (primero, tímidamente Obama y luego, decididamente Trump), decidió retirarse de Oriente Medio y no ser árbitro de conflictos bélicos que tantas vidas y dinero le costaban, Rusia vio la oportunidad de ocupar ese espacio, desplegando capacidad militar y diplomática para hacerse con las riendas de la zona.

Arabia Saudí utilizó a Rusia para presionar a EEUU, pero ahora es una molestia por el apoyo ruso a Irán, su tradicional enemiga. Fastidio incrementado por el liderazgo ruso de la OPEP+, algo que no gusta en el país árabe.

Inicialmente, con la crisis del covid19, Arabia propuso un recorte inmediato de producción. Algo que parecía lógico.

Pero Putin se negó, por dos razones; la primera: como líder, se sentía chantajeado y obligado por una política de hechos consumados; la segunda: su círculo cercano le hizo ver que esta podía ser una oportunidad para hundir las empresas de fracking de EEUU que, en los últimos años, habían convertido a EEUU en el primer productor del mundo.

Ante la negativa rusa, Arabia Saudí decidió echar un órdago. No solo no habría recorte, sino que produciría más, pensando que Rusia no podría soportar la situación y claudicaría. Así, recuperaría el liderazgo petrolero y daría un escarmiento a EEUU por su cambio de actitud hacia ellos.

El resto de países de la OPEP siguió bombeando, por temor a perder su cuota de mercado.

Y luego está China, ajena al conflicto, continuando con su "ocupación" silenciosa pero incesante, centrada en la economía, a través de compras por todo el planeta.

Los costes marginales o de producción

Esta situación es algo que jamás había sucedido antes: shock de oferta y de demanda simultáneamente, en un periodo de tiempo cortísimo y probablemente por más tiempo del que deseamos. Hasta ahora, habíamos bien sufrido shocks de oferta (guerras, por ejemplo) o shocks de demanda (recesiones tipo 2008, por ejemplo), pero nunca ambas a la vez.

Una pregunta lógica en este entorno es la de ¿hasta dónde puede caer esto?

Sobre este punto pesan, entre otros, dos componentes: el precio o coste marginal del petróleo en industrias ya instaladas y la capacidad de almacenaje que existe (ya que si no lo vendo, ahora, lo almaceno hasta que su precio sea de nuevo atractivo).

El coste de producción del petróleo es diferente en cada industria y, además, no se publica para no dar pistas a la competencia. Lo que tenemos son estimaciones y horquillas, pero como en todas las estimaciones puede suceder como en chiste del pollo: yo me como un pollo y tú ninguno, y la estadística nos dice que nos comimos medio cada uno. Por eso, aunque digamos que el coste medio de producción en Rusia es de 10\$/b, es probable que haya compañías con costes de 9\$/b y otras con costes de 18\$/b. Esto es importante porque a un precio de 10\$/b habrá compañías rusas que ganaran dinero pero habrá otras que estarían perdiendo.

En la última gran caída del precio, se estimaba que el coste marginal de las empresas de fracking (esquisto), estaba entre 35/45 \$/b. La tecnología ha permitido ligeras mejoras, pero por mucho que mejores, el coste nunca va a ser 0. Además, se acaban las bolsas más fáciles y baratas de extraer, lo que exige nuevas perforaciones, que en el caso del fracking, supone un proceso más costoso que en los pozos convencionales. Gracias al incremento de producción que supuso el uso del fracking, EEUU es el primer productor mundial de crudo.

En línea con la estrategia ruso-árabe (incremento de oferta para cercenar el sector americano de fracking), ese nivel de 35-45 \$/b se rompió claramente a mediados de marzo.

Un tema que no preocupaba a Arabia Saudí, con costes marginales de unos 3 \$/b (Aramco tiene 2.8\$/b) y tampoco demasiado a Rusia cerca de los 10 \$/b.

Aunque las cámaras de futuros de petróleo no lo reflejaron, detectamos a fin de marzo, operaciones de spot (entrega inmediata) del petróleo West Texas Intermediate (WTI), en zonas interiores de EEUU, incluso por debajo de los 10\$/b.

Esto disparó las alarmas y el presidente Trump propuso a rusos y árabes reunirse para acordar un recorte en la producción. Humillación para el americano, al que torcían el brazo, y victoria mediática de Trump frente a su electorado, por haber conseguido un recorte: algo menos de 10 millones de b/día.

La reacción del mercado fue inmediata y el WTI recuperó niveles de 20-25 \$/b. Pero el espejismo duró lo que un caramelo a la puerta de un colegio (antes del confinamiento). El mercado hizo las cuentas. Y es que si sobran 20 millones de barriles al día, un recorte de 10 es claramente insuficiente.

Por si fuese poco, la Agencia Internacional de la Energía (informe de 16/04/20), indica que espera una caída en la demanda de hasta 29 millones de b/d durante abril.

El problema del almacenaje y el WTI a -37,63 \$/b

Normalmente, los shocks de producción se resuelven almacenando crudo, hasta que el precio se recupera y se pueden vender. Pero nadie había pensado en un doble shock de la magnitud que sufrimos.

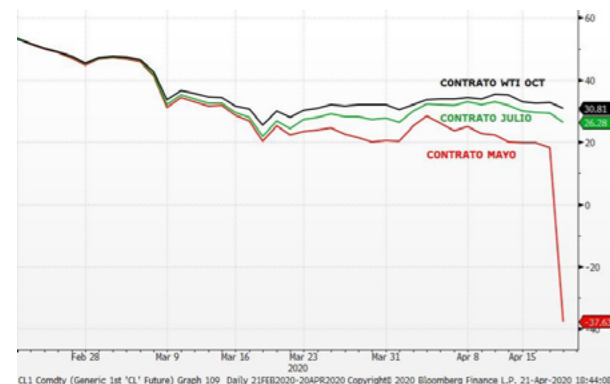
Los depósitos subterráneos para almacenar excedentes de producción, ya están llenos. Algunas compañías están dejando de bombear o alquilan supertanques de almacenamiento (caros), esperando que amaine. Recordemos que los principales centros de almacenamiento del mundo están en Rotterdam, Caribe y Singapur y muchas compañías no están conectadas a ellos. En el caso de EEUU, la mayoría de la compañías de fracking están a entre 500-800 km de la costa, de manera que el transporte eleva sus costes y obliga al almacenaje en estas situaciones. Mientras hay capacidad, claro. Lo que no sucede ahora.

Hay unos 60 superpetroleros en el mundo con capacidad para unos 2 millones de barriles cada uno, lo que serían unos 120 millones de barriles, pero es que también esos están llenos. Y con este excedente, el poco sitio que hay, se acaba en un suspiro.

En esta situación, el mercado del petróleo "físico" está completamente roto.

Las portadas de todos los periódicos del mundo reflejaron el 20 de abril que el precio del WTI había cerrado a -37,63 \$/b. Si, un precio negativo: además de darte el barril, te pagaban por ello.

No nos volvamos locos, es un espejismo que no refleja la realidad en su conjunto. Se trataba del vencimiento del contrato de futuros y de operadores que habían comprado (algunos ilusionados por el acuerdo de recorte de unos días antes). Aguantaron la posición hasta el final y como no querían que se les entregase el crudo, sencillamente porque no tenían dónde meterlo, vendieron sus contratos justo antes de llegar a vencimiento, cuando no había volumen ni demanda en mercado, por lo que el precio cayó a plomo y, sin volumen, marcó ese precio de cierre. En ese mismo momento, los contratos con vencimiento julio estaban a 26,28 \$/b y el de octubre a 30,81 \$/b, mostrando una curva en *contango* (precios más altos conforme más nos alejamos de hoy). Esos son los precios que deberíamos tener en mente, no la anécdota del pobre pillado a -37 \$/b.



La reflexión es que nadie es capaz de comprar el petróleo "físico" ahora, guardarlo y entregarlo en diciembre a un precio muy superior. Simplemente porque no puede guardarlo.

¿Dónde llegará?

Con una caída de la demanda estimada de 25-30 millones de barriles/día está claro que seguirá habiendo sobreoferta y que el precio no debería subir. Por esto, es más que probable que lo veamos

cerca de los 5-10 \$/b durante algún periodo de tiempo.

No parece haber razones de peso para pensar que ese panorama vaya a cambiar antes de julio.

Pero igual de cierto es que, cruzado cierto umbral, muchas compañías dejarán de generar beneficios o incurrirán en pérdidas. Y sea por sensatez, capacidad de aguante en sus balances o por el artículo 33, tarde o temprano dejarán de bombear y el mercado se reequilibrará.

Lo racional sería que, a medio plazo, algo más equilibrado el shock y recuperándose poco a poco la actividad económica mundial, el precio del barril no bajase de 30 \$/b (coste marginal medio de la industria).

¿Cuántas compañías soportarán el reto? No lo sé.

Curiosamente, el problema inesperado que puede producirse a medio plazo y si se lleva al extremo esta situación, es que una parte de la industria quiebre. Si esto sucede, el shock inverso vendrá tarde o temprano, porque cuando la economía mundial se recupere, podríamos tener precios de burbuja, sin capacidad de incrementar la oferta, lo que nos abonaría a nueva recesión. Como decía Asterix: estos romanos están locos.

¿Qué le está pasando al mundo?

Lo que vemos hoy es que Arabia se siente cómoda, con los costes de producción más bajos del mundo, chequeando el límite de Rusia para torcerle también el brazo (todo país productor sufre). Rusia está esperando a ver cuándo consigue que quiebren las compañías americanas de fracking, apuntándose un tanto, interna e internacionalmente. Y, de paso, darle una lección a Arabia Saudí: el Ministro de Energía de Rusia, Alexander Novak, comentó hace semanas que con los acuerdos sobre precios de los últimos 3

años con OPEP+, habían ganado unos 140 billones de \$USA, permitiéndoles soportar precios de 25 \$/b durante 10 años (no se sabe lo que pensará con precios por debajo de 10 \$/b).

EEUU, sufriendo el deterioro económico, se siente con músculo financiero para soportar el envite y, de paso, perjudicar a regímenes como el de Maduro. Pero no olvidemos que Trump es Trump. Esperemos que no lleve adelante sus sugerencias de que la FED compre petróleo (igual que antes sugirió que, además de bonos, podría comprar acciones dentro de sus políticas de QE, para evitar que la bolsa cayese). Increíble.

China observa desde la esquina, con sus almacenes de crudo repletos, a precios que hace meses no habría ni soñado, preocupada por la reactivación económica pero con las arcas repletas para proseguir su expansión.

Teníamos un mundo basado en la hegemonía de una superpotencia (tecnológica, militar y económica), como EEUU, en el que, con todas las críticas que se quiera, había bastante estabilidad y certidumbre.

Ahora tenemos otro mundo multipolar. Con potencias en declive, como Rusia, que trata de recuperar antiguo prestigio y poder, gracias a su capacidad militar y diplomática. China, con su conquista silenciosa (económica) y, finalmente, EEUU, retirándose en parte y tratando de mantener el puesto, con su "America first".

Esta lucha, es aprovechada por muchos países para romper lazos, levantarse contra antiguos aliados, con el apoyo de un antiguo rival o para pelear por hacerse un hueco en el mercado, a base de codazos, en medio de guerras arancelarias, promotoras de proteccionismo y separación antes que unión.

En ese mundo nos va a tocar vivir. Y parece que el petróleo es un escenario perfecto para representarlo.

¿Alguien reparó en que no he mencionado a la Unión Europea en ningún momento?

3.

Rodrigo Villamizar Alvargonzález

■ *La Economía Pos-CORONAVIRUS*



La Economía Pos-CORONAVIRUS

Rodrigo Villamizar Alvargonzález, ex Ministro de Energía de Colombia y Embajador, Jefe de Estrategia de Kaiserwetter Energy Asset Management S.L.U. y profesor del IEB y de la U. de San Diego

Rodrigo Villamizar Alvargonzález, ex Ministro de Energía de Colombia y Embajador. Jefe de Estrategia de Kaiserwetter Energy Asset Management S.L.U. y profesor de IEB y de la U. de San Diego

El terrible coronavirus puede haber cortado nuestras alas, pero nunca podrá evitar que soñemos con una energía limpia con cero emisiones netas de carbono. Si bien los viajes de larga distancia pueden ser un desafío por ahora, no debemos dejar de imaginar un futuro en el que podamos reinventar la forma de gobernar y comunicarnos. Una vez que los actuales riesgos existenciales se hayan resuelto con éxito, podremos continuar aventurándonos hacia un futuro más sólido y sostenible liderado por el G-7 o G-20 y no, como ahora, por un G-0

donde la globalización ha sido sustituida por una regionalización egoísta. Y donde retomemos el debate universal sobre el crecimiento, la riqueza y su redistribución más equitativa.

Ese nuevo próximo territorio ya ha sido llamado el Nuevo Normal 2.0. Una normalidad renovada donde, después de desaparecer las restricciones de cierre por pandemia, surge una pregunta existencial común para todos: ¿será posible reconstruir la economía mundial pronto y de forma más sostenible, menos vulnerable a otra nueva pandemia?

Pero, para ello, debemos pensar en tres giga-tendencias que afectaran nuestras vidas en forma profunda y que se amplían en mi más reciente libro¹ La primera es la caída lenta pero inexorable de la

¹ ENERGY and POWER FUTURES: A comprehensive vision of where we are, and where we're heading" Rodrigo Villamizar – Randy Willoughby – Vicente Lopez-Ibor

demanda por petróleo. Ello cambiará fundamentalmente la estructura económica mundial y los sistemas energéticos nacionales y mundiales.

La responsabilidad no está asociada a su caída de precios vertiginosa ni a la incapacidad del cartel en recuperar relevancia. Ni tampoco en la estructura de producción ni almacenamiento. Los precios seguirán oscilando, subiendo y bajando como lo han hecho en el pasado pero los productores serán cada vez menos. Y la franja más baja y más estrecha.

El trabajo en remoto, mínimos viajes, compras on-line y la presión creciente por detener el cambio climático global más una transición hacia la movilidad eléctrica (más barata y más eficiente) reducirán en forma gradual pero permanentemente el consumo de petróleo. Si a ello se agrega la lenta pero segura muerte del carbón, aunque genere trauma en países productores de uno o ambos combustibles (Arabia Saudita, China, Australia, Rusia, Venezuela, Noruega), será como una bendición disfrazada que empujará al mundo más rápidamente por la senda de mitigación del cambio climático.

La segunda giga-tendencia será la transformación de la vida urbana hacia patrones de movilidad e interacción social como no lo habríamos podido prever antes del COVID-19. Las ciudades no serán las mismas; la movilidad favorecerá desproporcionadamente a los ciclistas y peatones y reducirá el acceso a los automóviles. Los alcaldes de Milán, Manchester, Bogotá y Liverpool han anunciado la introducción de formas de rediseño del transporte urbano. Cada ciudad ofrecerá además aplicaciones (Apps) para advertir a las personas donde hay concentraciones "peligrosas" de personas o aquellos que han entrado en contacto con posible caso de contagio.

En tercer lugar, drásticos cambios se llevarán a cabo en las compras y consumo personal. Las tiendas minoristas o de venta directa al público serán las grandes víctimas de la crisis del coronavirus. No solo Amazon y Alibaba, sino una proliferación de minoristas y distribuidores en línea locales irán martillando clavos en las puertas de las tiendas de acceso al público. La pérdida de empleos en ellas será más que compensado por agencias y servicios de mensajería, pero ello no disminuye su dolor. Esto afectará también la propiedad raíz e impulsará el *e-commerce* o línea directa P2C (producer-to-consumer) a nuevas alturas.

Estas tres giga-tendencias poseen una característica particular que las hará más llevadera y menos traumática: una forma más universal y generalizada de controlar la información y las principales decisiones de la economía respecto de sus activos productivos. Plataformas de Inteligencia Artificial operando en el Internet de las Cosas estimulará toda actividad económica, social, de entretenimiento y cultural de una forma no vista hasta ahora fuera del ámbito de los servicios basados en datos inteligentes. Estas plataformas han avanzado más en el sector espacial y en el espacio energético, pero llegarán a todos los sectores de la economía, la sociedad y el medio ambiente.

En energía, principal responsable actual del cambio climático debido al peso de los combustibles fósiles, las de carácter renovable son, junto con la captura y secuestro de carbono, los únicos eslabones para la transición hacia un mundo más limpio (des-carbonizado) y sostenible. El nuevo enfoque de las autoridades europeas para asegurar las inversiones en energías renovables y el cumplimiento de los objetivos del Acuerdo de París sobre emisiones de carbono dependen de la tecnología digital.

Las empresas llamadas *IntelliTech*, como Kaiserwetter de Alemania o Mercatus de EEUU ofrecen servicios digitales especializados para optimizar los procesos de inversión y operación. Sus clientes ya incluyen, sobre todo, fondos de inversión, capitales de inversión, bancos, aseguradoras, organizaciones intergubernamentales, agencias de calificación y compañías de energía.

¿De qué forma podrá una empresa adaptarse al desafío que plantea un mundo fracturado por el coronavirus donde todos tendremos que cumplir con el distanciamiento social, el uso de máscaras faciales y desinfectantes así como permitir que los recolectores de datos digitales sigan cada paso que damos durante el día? Su primera actividad deberá ser incorporarse a una plataforma de manejo inteligente de datos a través de redes de algoritmos que le permitirán sus opciones de manejo de activos, de riesgos y de sus vulnerabilidades sin la necesidad de depender de los poco efectivos métodos tradicionales de evaluación de proyectos y tomas de decisiones.

La Nueva Normal 2.0 después del final del distanciamiento obligatorio el reto tendrá que reconstruir las redes globales para asegurar una sociedad universal más igualitaria, un mundo menos dependiente de los combustibles fósiles y una relación más amigable y respetuosa con la flora y fauna del planeta. Mientras tanto, en confinamiento, tal como lo recomienda Chiho Komoriya, columnista de tecnología para *The Japan Times*, debemos redescubrir cosas antiguas como máquinas de coser, el telégrafo y esos objetos de papel llamados libros. Es la mejor forma de prepararnos a vivir en un mundo más digital, menos personal y más virtual.

IEB

IEB es un Centro de Estudios Superiores adscrito a la Universidad Complutense de Madrid y a la Universidad Rey Juan Carlos, está patrocinado por la Bolsa de Madrid. Desde su fundación en 1989, ha conseguido ocupar una posición de liderazgo como el principal Centro de Formación Financiera y jurídica en España y en el mundo hispano hablante.

En la actualidad IEB cuenta con aliados estratégicos como la London School of Economics, The Wharton School, The Chinese University of Hong Kong y Fordham University, una de las 3 primeras universidades especializadas en Derecho de Estados Unidos.

IEB está clasificada entre las cien instituciones docentes más innovadoras que imparten másteres legales, según el Financial Times. IEB es un Centro de Estudios Superiores adscrito a la Universidad Complutense.

La UCM es considerada una de las mejores universidades del mundo en el ámbito del Derecho, según el ranking Times Higher Education.

Este informe ha sido elaborado desde el Departamento de Investigación del IEB.

Artículos elaborados en el mes de abril de 2020.

Dirección y Edición:

Cristina Murgas Aguilar

Diseño editorial y Maquetación:

Paula Peregrín Reja

Dirección de Comunicación y PR:

Cristina Murgas, Directora de Comunicación Área Financiera e Institucional QUUM

cmurgas@quum.com / Tel. 638 57 29 61

Bárbara Vieites, Ejecutiva de cuentas QUUM

bvieites@quum.com / Telf. 679 53 37 46



C/Alfonso XI, nº 6, 28014, Madrid

91 524 06 15

www.ieb.es