Empresa Global
N° 95 (Abril 2010)

EDITA
Ediciones Empresa Global, S.L.
Afi Escuela de Finanzas Aplicadas, S.A.
C/ Españoleto, 19-23. 28010 Madrid
Tel.: 91 520 01 50/80/66 • Fax: 91 520 01 49
E-mail: ediciones@afi.es • www.eeg.afi.es

DIRECTOR Javier Paredes

COORDINACIÓN DE REDACCIÓN Esther Aragón

COLABORAN EN ESTE NÚMERO
Paula Ameijeiras, Yolanda Antón, Miguel Arregui, Sara Baliña, David Cano, Ana Domínguez Viana, Santiago Fernández de Lis, Pablo Guijarro, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Luis Hernanz, Álvaro Lissón, Verónica López Sabater, Javier López Somoza, Álvaro Martín Enríquez, Emilio Ontiveros, Antonio Pina, Carlos Sánchez Ponz.

CONSEJO ASESOR
Ángel Berges Lobera
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
José María Castellano Ríos
Universidad de A Coruña
Carlos Egea Krauel
Caja Murcia
José Luis Fernández Pérez
Tecnología, Información y Finanzas. Afi y Universidad Autónoma de Madrid
José Luis García Delgado
Universidad Complutense de Madrid
José Manuel González Páramo
Banco de España y Universidad Complutense de Madrid
Emilio Ontiveros Baeza
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
Álvaro Rodríguez Bereijo
Universidad Autónoma de Madrid
Vicente Salas Fumás
Universidad de Zaragoza
Ignacio Santillana del Barrio
PRISA y Universidad Autónoma de Madrid
Juan Soto Serrano
ExPresidente de *Hewlett Packard*
Francisco José Valero López
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
Mauro Guillén Rodríguez
Wharton School of Business
Luis Viceira Alguacil
Harvard Business School
José Antonio Herce San Miguel
Afi y Universidad Complutense de Madrid
Javier Santiso
Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

DIRECTOR EDITORIAL José Fraile de Valle

PUBLICIDAD Tel.: 91 520 01 66. Fax: 91 520 01 49

PORTADA hof12

DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN
Daniel Sánchez Casado

DEPÓSITO LEGAL M-34827-2001

ISSN 1578-3456

IMPRESIÓN Monterreina, S.A.
Impresa en España - *Printed in Spain*

La editorial Ediciones Empresa Global, a los efectos previstos en el artículo 32.1, párrafo segundo del vigente TRLPI, se opone expresamente a que cualquiera de las páginas de Empresa Global, o partes de ellas, sean utilizadas para la realización de revistas de prensa.

Cualquier acto de explotación (reproducción, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, etc.) de la totalidad o parte de las páginas de Empresa Global, precisará de la oportuna autorización, que será concedida por CEDRO

Editorial

Ajustando la oferta

Tras más de una década de bonanza en la que los distintos sectores económicos han vivido una época de crecimientos exponenciales año tras año, llega ahora un periodo en el que hay que aprender a adaptarse a los cambios como consecuencia de la crisis. A partir de los planteamientos de los clientes de reducir costes, se están produciendo cambios en la demanda. Las empresas, tanto las industriales como las de servicios, han debido ir adaptando su cartera para intentar minimizar la pérdida de facturación con cada cliente. Ello ha supuesto la generación de, por ejemplo, nuevos formatos de relación para que, asumiendo la necesidad expresada por el cliente de reducir el coste total de la factura, se mantengan los niveles de calidad percibidos y los márgenes. Las líneas aéreas y hoteles de negocios han sufrido en el último ejercicio, mientras que, a buen seguro, el gasto en comunicaciones para la celebración de videoconferencias habrá aumentado.

Las políticas comerciales y de *marketing* también han tenido que adaptarse a la contracción de la actividad. Las estrategias pueden haber sido diversas: desde aquellas empresas que han reducido drásticamente las cuantías asignadas, por ejemplo, a publicidad, hasta las que, aprovechando las importantes reducciones de las tarifas publicitarias, han procurado incrementar los impactos (con una menor saturación publicitaria aumenta la eficacia de las campañas) con un menor coste unitario, aun manteniendo el presupuesto o con reducciones poco significativas.

Las actividades de producción también se han visto afectadas. Una vuelta de tuerca más en la búsqueda de la eficiencia y, en definitiva, la competitividad. La decisión de deslocalizar determinadas fases de la fabricación, procurando una mejor relación entre ingresos y costes, estarán en la mente de muchos directivos. Sin duda alguna, países como Turquía o Marruecos surgirán entre los primeros destinos. Su cercanía geográfica, las relaciones privilegiadas que mantienen con la UE, incluso su estabilidad macroeconómica y social, serán atributos valorados. Pero ambos países no sólo pueden contemplarse como «factoría», proveedores de *inputs* (sobre todo de horas de trabajo), son también mercados potenciales, economías emergentes con poblaciones jóvenes y con una tendencia a la occidentalización de su consumo y creciente poder adquisitivo. Este número de *Empresa Global* incluye sendos análisis de estos países, que seguro proporcionan al lector nutrida información y claves de gran utilidad para sus decisiones empresariales ::

INTERNACIONAL

INFORME PAÍS

Turquía mantiene su vocación europea

El tamaño de su mercado, su localización estratégica entre Europa y Oriente, su importancia como centro industrial y logístico de la región de Europa del Este y Asia central o las posibilidades de negocio existentes en una amplia gama de sectores son sólo una muestra del enorme potencial que ofrece Turquía para las empresas extranjeras. A ello se une la implementación de una serie de reformas que han llevado aparejadas notables mejoras socioeconómicas.

Pag. 4

TEMA DEL MES

Marruecos más cerca de Europa

Separados por una pequeña franja de mar de apenas 16 km, los vínculos entre España y Marruecos no son nuevos, pero han cobrado especial importancia en los últimos años. A ello ha contribuido especialmente la intensificación de las relaciones bilaterales y el mayor acercamiento del Reino alauita a Europa, tras haber obtenido el estatuto avanzado.

Pag. 10

OBSERVATORIO EXTERIOR

España no es Grecia

Desde prácticamente el inicio de 2010, las tensiones en los mercados de deuda pública del área euro se han incrementado de forma notoria como consecuencia de la inestabilidad presupuestaria y el elevado déficit público presente en algunos de sus principales países, con Grecia a la cabeza.

Pag. 16

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

Los programas de facilitación de la financiación del comercio

La profunda crisis iniciada en 2007 ha tenido como uno de los principales damnificados el comercio internacional, que ha visto caer su actividad a niveles nunca vistos. Tal ha sido la parálisis del comercio internacional que la práctica totalidad de las instituciones financieras internacionales y bancos de desarrollo regionales han puesto en marcha, o han fortalecido significativamente, sus respectivos programas de financiación del comercio.

Pag. 21

ESTRATEGIA GLOBAL

Cambios demográficos

Mauro Guillén

Pag. 26

FINANZAS

FINANZAS PERSONALES

Paso a paso

El inicio del endurecimiento de las condiciones monetarias en China, la nueva propuesta regulatoria de Obama en relación con el sector financiero y, sobre todo, las dudas acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas en el área euro han elevado la percepción de riesgo en los mercados.

Pag. 27

RIESGO DE CAMBIO

Condicionantes para las divisas emergentes en 2010

Análisis de los principales factores de riesgo que se presentan para las economías emergentes durante los próximos meses y que son susceptibles de condicionar el comportamiento de sus divisas en sus cruces frente al euro y al dólar.

Pag. 30

EMERGENTES

A las puertas del endurecimiento monetario en China

En las últimas semanas, los mercados financieros han vuelto a orientar su preocupación hacia China. La fortaleza de la economía y la aparición de las primeras tensiones inflacionistas refuerzan las expectativas de endurecimiento de las condiciones monetarias en aquella economía.

Pag. 32

CUADRO DE MANDO FINANCIERO

Pag. 34

MERCADOS FINANCIEROS

Diagnóstico de una recuperación

David Cano

Pag. 36

ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

Grecia y el FMI

Santiago Fernández de Lis

Pag. 38

:: EMPRESAS ::

EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN

«Una de las moralejas de esta crisis es que, en cualquier actividad empresarial, siempre se ha de tener en cuenta la seguridad como táctica básica»

Reducir los peligros potenciales, resolver problemas y capitalizar oportunidades, tres objetivos tan concisos como ambiciosos que resumen a la perfección la razón de ser de Kroll, líder mundial en la consultoría de riesgo. David Robillard, managing director de Kroll, recibió en exclusiva a Empresa Global para hablarnos de estos y otros muchos temas

Pag. 39

GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

La comunicación interna, una necesidad estratégica

La necesidad de comunicación en una organización se ve reforzada cuando observamos las múltiples ventajas que se derivan de ella, tanto para la organización como para las personas. No se trata solamente de «contar» qué pasó, qué se va a hacer, cómo y cuándo, sino de captar la atención y la confianza de la gente, involucrarla en lo planeado.

Pag. 42

EMPRESA, TECNOLOGÍA E INTERNET

Gestionar la reputación en internet

Un proceso de selección profe-sional, la búsqueda de un nuevo proveedor o la comprobación de las referencias de un posible socio son sólo algunas de las situaciones en las que internet puede desempeñar un papel deter-minante, según la cantidad y el tipo de información que ofrezca sobre nuestra persona o nuestra empresa.

Pag. 44

GESTIÓN EMPRESARIAL

Saldos ociosos ¿o no tanto?

Los activos líquidos que mantienen las empresas en sus balances ya no son considerados tan «ociosos» como en la fase de crecimiento de la economía. La crisis actual ha venido a dotarles de una conside-ración positiva entre analistas, accionistas, directivos y otros agentes.

Pag. 46

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

Planificación fiscal internacional y sustancia económica

Pag. 49

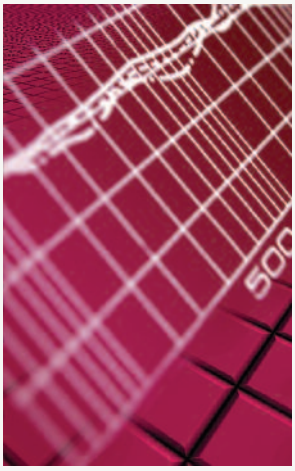
:: PUNTO Y APARTE ::

AGENDA

Pag. 52

ESCAPARATE EDITORIAL

Pag. 53



PANORAMA INTERNACIONAL

Pag. 54

ESPAÑA EN CONTRASTE

La productividad, una pieza clave en el puzle del bienestar

Una cosa es crecer y otra bien distinta es hacerlo de forma equilibrada y garantizando el bienestar futuro de la población. Cuando se desgranan las secuelas que nos dejará la crisis económica actual, además de una reducción significativa en el nivel de producción agregada que tardaremos en restaurar, se señala el deterioro de los cimientos que garantizan el crecimiento económico a medio plazo.

Pag. 57

BLOG AFI

En el resumen mensual se hace un análisis de las novedades en los mercados, de los fondos y la fiscalidad. En el *post* del mes se analiza la situación financiera actual.

Pag. 58

ESTADÍSTICAS

Pag. 60

HOMO OECONOMICUS

Trans-formación

José Antonio Herce

Pag. 51

PASEO GLOBAL

Un Fondo Monetario Europeo

Emilio Ontiveros

Pag. 64

BUZÓN DE SUGERENCIAS: ediciones@afi.es

Esperamos sus comentarios

Turquía
mantiene su vocación europea

Desde el inicio de las negociaciones para su adhesión a la UE en octubre de 2005, Turquía ha venido implementando una serie de reformas que han llevado aparejadas notables mejoras socioeconómicas, así como del clima empresarial y del marco para la inversión extranjera. El tamaño de mercado, su localización estratégica entre Europa y Oriente, su importancia como centro industrial y logístico de la región de Europa del Este y Asia central o las posibilidades de negocio existentes en una amplia gama de sectores son sólo una muestra del enorme potencial que ofrece Turquía para las empresas extranjeras

Ana Domínguez Viana

Relativa estabilidad política e importantes reformas

La mayoría parlamentaria de la que goza el partido del actual primer ministro Recep Tayyip Erdogan (en el cargo desde 2003), Partido de la Justicia y el Desarrollo (AKP), parece haber dejado atrás los episodios de turbulencia política vividos con el anterior Gobierno de coalición. Así, podría afirmarse que, desde 2003, el clima político de la República de Turquía presenta una relativa estabilidad. Ello a pesar del sentimiento reticente de los militares tras el nombramiento de Abdullah Gül como presidente de la República en 2007 (cuando el AKP consiguió la mayoría absoluta en el Parlamento), debido a la «amenaza» que podía suponer contra el laicismo por su tendencia islamista. Asimismo, en fecha tan reciente como el pasado mes de febrero, se registraron tensiones en el ámbito político turco, teniendo lugar la detención de diversos miembros del ejército y de un fiscal por su supuesta implicación en un intento de golpe de Estado.

A pesar de que la Constitución turca de 1982 establece que el Ejército depende del Ejecutivo, el primero, *de facto*, tiene gran influencia y poder dentro del escenario político del país, encargándose de la defensa del legado de Atatürk (fundador de la República), del laicismo y de la tradición nacionalista secular, habiendo derrocado a cuatro Gobiernos en los últimos 50 años. Si bien el Ejército niega la existencia de planes contra el Ejecutivo y sostiene que los golpes de Estado han quedado atrás, lo cierto es que las relaciones entre ambos, fuerzas armadas y Gobierno, continúan siendo tensas: en el ámbito militar permanece el temor sobre el peligro que corre el sistema político secular del país frente a las creencias islámicas del actual Gobierno.

Con todo, las importantes reformas democratizadoras implementadas en los últimos años en el marco del proceso de adhesión a la Unión Europea han restado una buena dosis de poder al Ejército. Aunque ésta no ha sido la única ni la más importante consecuencia de ese proceso de convergencia hacia el acervo comunitario, sino que también se han producido diversos

Nombre oficial: República de Turquía

Superficie: 783.562 km²

Capital: Ankara

Otras ciudades: Estambul, Izmir, Bursa, Adana

Situación geográfica: extremo suroeste de Asia, ocupando la península de Anatolia y la región de Tracia, al sudeste de Europa, separadas por el mar de Mármara, entre los estrechos del Bósforo y el de los Dardanelos

Clima: templado. Veranos calurosos y secos, inviernos suaves y húmedos. Más extremo en el interior

Población: 76.805.524 (est. 2009)

Tasa crecim. población: 1,312% (est. 2009)

Esperanza de vida: 71,96 años

Grupos étnicos: 70-75% turcos, 18% kurdos y 7-12% otras minorías

Idiomas: turco (oficial), kurdo y otras lenguas minoritarias (est. 2008)

Tasa de alfabetización: 87,4%

Moneda: nueva lira turca (TRY)

Fuente: *World Factbook*.

PRINCIPALES SECTORES DE OPORTUNIDAD PARA LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

Agroindustria: maquinaria, tecnología
Textil
Equipamiento hospitalario
Minería
Automoción
Infraestructuras de transporte: por carretera (autopistas, puentes, concesiones), aéreo (venta de aviones), portuario (terminales de contenedores, gestión de puertos), ferroviario (renovación de vía, metro ligero, tren de alta velocidad)
Energía: distribución eléctrica y gas, energías renovables, energía nuclear
Medio ambiente: plantas de tratamiento de aguas y de residuos sólidos, sistemas de irrigación
Servicios de consultoría de empresas
Construcción: maquinaria y materiales
Logística
Muebles y decoración
Turismo y hostelería
Financiero y otros sectores en proceso de privatización

Fuente: ICEX.

cambios en los ámbitos económico y social del país desde el inicio de las negociaciones de adhesión a la UE en octubre de 2005 que han contribuido positivamente a su modernización.

Turquía ha puesto en marcha importantes reformas en los últimos años en el marco del proceso de adhesión a la UE

De hecho, las reformas que ha venido poniendo en marcha el Gobierno otomano son diversas: desde la reducción de la edad mínima a los 18 años para ejercer el derecho de voto, la permisividad de que grupos sindicales puedan relacionarse con los partidos políticos, así como que se puedan emplear otros idiomas distintos del turco en la enseñanza y en los medios de comunicación, la abolición de la pena de muerte, la reforma de la Seguridad Social y del régimen de jubilación y hasta la introducción de la posibilidad de recurrir al arbitraje internacional para la resolución de conflictos en los procesos de licitación pública, entre otras.

Situación económica

En la esfera económica, es destacable el cambio estructural experimentado por la economía turca, en la que el peso del sector agrícola, aunque todavía importante sobre todo en términos de empleo, ha venido reduciéndose hasta responder en la actualidad a aproximadamente el 9,4% del PIB. Asimismo, el país presenta una relevante base industrial, representando la industria en torno al 25,9% del PIB, y el sector servicios, con una importancia creciente, se hace con el 64,7% restante.

Superada la crisis revestida por la economía turca en 2001, a partir de 2002 se registraron notables tasas de incremento del PIB, aunque, desde 2006, se ha desacelerado su crecimiento. Dicha desaceleración se ha intensificado como consecuencia de la crisis internacional, estimándose una contracción del PIB para 2009 del 5,6%. Sin embargo, existen buenas expectativas para el comportamiento futuro de la economía turca. El FMI sostiene que la recuperación económica mundial y de los mercados financieros, junto con la política económica desarrollada por Turquía, han reforzado las perspectivas de crecimiento de su economía, que podría crecer en torno al 4,4% en el presente ejercicio, según Consensus Economics.

El aspecto si cabe más crítico en el ámbito económico se refiere al déficit de la balanza por cuenta corriente, que alcanzó los 41.600 millones de dólares en 2008 inducido por un déficit comercial que se situó en los 53.200 millones, si bien, la crisis también ha generado una contracción de las compras exteriores (estimada en un 30%) superior a la sufrida por las exportaciones (24%), que ha ayudado a reducir los déficit comercial y por cuenta corriente hasta los 27.600 y 13.800 millones de dólares en 2009, respectivamente.

La economía otomana es la decimoséptima más grande del mundo

La política monetaria se ha centrado en la moderación de la inflación, aunque favoreciendo el crecimiento económico. En los últimos años, los precios han permanecido relativamente contenidos tras las

PRINCIPALES CIFRAS MACROECONÓMICAS

	2006	2007	2008	2009	2010(p)	2011(p)
Crecimiento real del PIB (%)	6,9	4,7	0,9	-5,6 e	4,4	4,4
Inflación anual (%)	9,6	8,8	10,4	6,3	8,6	6,1
Crec. consumo privado (%)	4,6	5,5	-0,1	-3,1 e	3,8	4,3
Crec. de la inversión fija bruta (%)	13,3	3,1	-5,0	-19,7 e	5,8	7,7
Saldo presupuestario consol. (% PIB)	-0,5	-0,4	-0,9	-5,5 e	-5,1	-4,3
Balanza comercial (miles M US$)	-41,0	-46,7	-53,2	-27,6 e	-42,3	-49,2
Balanza por c.c. (miles M US$)	-32,1	-38,2	-41,6	-13,8 e	-25,7	-32,5

p: previsión, e: estimación
Fuente: *Consensus Economics, feb 2010.*

elevadas tasas de crecimiento que registraron con anterioridad a 2001, manteniéndose la tasa de inflación en niveles de un solo dígito excepto en 2008, cuando los precios de los alimentos y de la energía presionaron al alza los niveles generales de precios. Sin embargo, la desaceleración económica y el debilitamiento de la demanda limitaron el crecimiento de los precios hasta una tasa del 6,3% en 2009; aunque podría repuntar hasta el 8,6% en 2010.

En el ámbito fiscal, el Gobierno turco ha implementado una política restrictiva, aunque con cierta relajación para reactivar el crecimiento. La implementación de reformas estructurales y en los ámbitos bancario y fiscal se vio favorecida por el apoyo ofrecido por el FMI, con el que Turquía firmó sucesivos acuerdos *stand-by* en los años 1999, 2002 y 2005. Actualmente, a pesar de las divergencias pendientes en materia de contención del gasto público, el FMI y Turquía podrían firmar un acuerdo en un futuro próximo tras sus recientes conversaciones. La firma de un nuevo acuerdo con el FMI y el avance en las negociaciones de la adhesión a la UE constituyen dos de los principales retos que afronta el Gobierno turco.

Atractivo de Turquía para los negocios

La economía otomana es la decimoséptima más grande del mundo, con un PIB cercano a los 860.000 millones de dólares y, si se compara con las economías que integran la UE-27, se situaría en sexto lugar. Además, Turquía representa un mercado de considerable dimensión, con una población que supera los 76 millones de habitantes y cuya media de edad se sitúa en 27,7 años.

Asimismo, el atractivo de Turquía viene dado por las posibilidades de acceso a países próximos geográficamente y/o con los que mantiene vínculos de carácter cultural, religioso o energético. Cuenta con una ubicación geográfica estratégica, limitando con Grecia, Bulgaria, Georgia, Armenia, Irán, Irak y Siria, y se constituye como puerta de acceso a los mares Egeo, Negro y Mediterráneo, así como a Asia central, Oriente Medio y la Unión Europea (puente a 54 países de tres continentes y al mundo islámico de 1.600 millones de personas), siendo, además, lugar de paso de tránsito energético entre Asia y Europa.

Con el plan de infraestructuras, vigente hasta 2023, el Gobierno turco destinará importantes recursos a proyectos de infraestructuras de transporte y energía

A lo anterior hay que añadir otros aspectos de interés, como el hecho de que Turquía es el mayor centro industrial de la región, además de destacado centro logístico, y presenta unas preferencias de consumo que podrían asimilarse a las de los países del sur de Europa. También es importante la existencia del acuerdo de unión aduanera con la Unión Europea desde 1995, que ha facilitado y promovido el comercio bilateral de productos manufacturados, así como de los acuerdos preferenciales para los productos agrícolas y siderúrgicos. Además, su condición de país candidato a ser miembro de la UE ha alimentado el interés inversor extranjero.

El mercado turco ofrece diferentes oportunidades de negocio a las empresas extranjeras de sectores diversos, algunos de ellos consolidados, como el agroindustrial, el textil, el minero y el de automoción, y otros, que podrían considerarse más novedosos, entre los que se encuentran el energético, el medioambiental y el de infraestructu-

10 PRIMEROS CAPÍTULOS EXPORTADOS A TURQUÍA DESDE ESPAÑA EN 2009

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
87	Vehículos automóviles; tractores	667.158	25,69
84	Máquinas y aparatos mecánicos	226.237	8,71
86	Vehículos. Material ferroviario	166.541	6,41
72	Fundición, hierro y acero	164.374	6,33
39	Mat. plásticas; sus manufacturas	148.318	5,71
85	Aparatos y material eléctricos	135.173	5,20
74	Cobre y sus manufacturas	117.259	4,51
30	Productos farmacéuticos	100.240	3,86
29	Productos químicos orgánicos	96.022	3,70
61	Prendas de vestir, de punto	78.775	3,03
	Subtotal	**1.900.097**	**73,16**
	Total exportaciones a Turquía	**2.597.335**	**100**

Fuente: *Estacom*.

10 PRIMEROS CAPÍTULOS IMPORTADOS POR ESPAÑA DE TURQUÍA EN 2009

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
62	Prendas de vestir, no de punto	434.306	16,50
61	Prendas de vestir, de punto	402.374	15,28
87	Vehículos automóviles; tractores	319.723	12,15
85	Aparatos y material eléctricos	225.945	8,58
84	Máquinas y aparatos mecánicos	194.962	7,41
88	Aeronaves, vehículos espaciales	130.607	4,96
73	Manufact. de fundición, hierro / acero	68.999	2,62
40	Caucho y sus manufacturas	66.711	2,53
25	Sal, yeso, piedras s/ trabajar	61.765	2,35
72	Fundición, hierro y acero	61.637	2,34
	Subtotal	**1.967.029**	**74,72**
	Total importaciones de Turquía	**2.632.496**	**100**

Fuente: *Estacom*.

«RATING» RIESGO-PAÍS

Euromoney

	sep-09	mar-09	Var. (1)
Turquía	54,93	53,29	-1,64
España	81,74	79,80	-1,94
Noruega (máx.)	98,14	96,37	-1,77
Zimbawe (mín.)	6,70	5,49	-1,21

(1) Una variación negativa indica una disminución del riesgo
(*) Max. para sep-09, en mar-09: Noruega (96,37)
(**) Min. para sep-09, en mar-o: Zimbawe (5,49)

«RATING» DEUDA SOBERANA

Moody's

Marzo 2010

	Largo plazo	Corto plazo
Turquía	Ba2	NP
España	Aaa	P-1

S. & P.

Marzo 2010

	Largo plazo	Corto plazo
Turquía	BB	B
España	AA+	A-1+

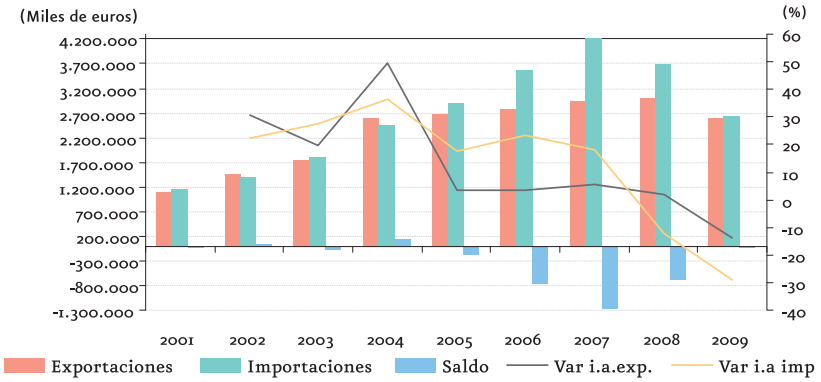
NOTAS:

Ins. Investor/Euromoney
Cada país se valora en una escala de 0 a 100, presentando 100 aquellos con la menor posibilidad de impago

Moody's De menor a mayor riesgo
L.P.: Aaa, Aa (1,2,3), A (1,2,3), Baa (1,2,3), Ba (1,2,3), B (1,2,3), Caa, Ca.
C.P.: P-1, P-2, P-3, Not Prime.

S.&P. De menor a mayor riesgo
AAA , AA(+,-), A(+,-), BBB(+,-), BB(+,-), B(+,-), CCC(+,-), CC, C, "NR": not publicly rated

Balanza comercial hispano-turca



Fuente: *Estacom y elaboracion propia.*

ras de transporte. En este sentido, es destacable el plan de infraestructuras diseñado por el Gobierno turco para un horizonte temporal que va hasta 2023 en virtud del cual destinará 350.000 millones de dólares a obras en carreteras, puertos, aeropuertos y ferrovías, además de unos 122.000 millones para centrales hidroeléctricas y térmicas, proyectos de distribución eléctrica y energías renovables.

También es importante hacer referencia a los múltiples proyectos promovidos por las instituciones financieras multilaterales. En este sentido, hay que indicar que Turquía (que dejó de ser elegible para recibir financiación de carácter concesional en 2006) es el mayor prestatario del Banco Mundial en la región de Europa y Asia central. Dicha institución cuenta con una estrategia para el período 2008-2011 para apoyar el desarrollo del país y, a finales de 2009, mantenía con el mismo una cartera de proyectos representativa de compromisos por valor de 4.807 millones de dólares. Otras instituciones, como el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (BERD), también financian proyectos en Turquía. El primero lleva haciéndolo desde 1965 y en el período 2004-2008 destinó 8.300 millones de euros a proyectos en los ámbitos de infraestructuras, energía, sector corporativo y apoyo a la pequeña y mediana empresa. Por su parte, el BERD decidió iniciar sus operaciones en Turquía a finales de 2008 y en el primer bienio de su actuación en el país prevé invertir hasta 600 millones de dólares, fundamentalmente en proyectos para desarrollar el sector agroindustrial, impulsar las privatizaciones, apoyar a la pyme, promover la eficiencia energética y contribuir a una prestación más eficiente de los servicios municipales.

Para el aprovechamiento por parte de empresas extranjeras de todas las oportunidades que ofrece Turquía es asimismo importante destacar las diversas medidas y reformas que ha venido llevando a cabo el Gobierno turco y que han repercutido directamente en la mejora del clima empresarial y para la inversión extranjera. Dichas medidas se refieren a rebajas fiscales, ayudas a la compra de suelo industrial, mayor equidad en el acceso a los incentivos públicos, mejoras en las garantías otorgadas a los inversores y simplificación de los procesos administrativos, entre otras.

Por otra parte, la rapidez con la que se puede abrir un negocio en el país (son necesarios seis días, frente a los 13 de media en la OCDE) y los reducidos costes de importación y exportación (por contenedor) hacia y desde ese mercado también favorecen su atractivo. Turquía ocupa el puesto 73 dentro del conjunto de 183 economías clasificadas por el Banco Mundial (*Doing Business 2010*) según la facilidad para hacer negocios (situándose entre Polonia y la República Checa y 11 puestos por detrás de España).

El flujo de entrada de inversión extranjera en el mercado turco había sido limitado hasta 2005. En ese año se incrementó algo más de un 260%, alcanzando los 10.031 millones de dólares, y continuó aumentando a una tasa elevada también en 2006, favorecido, entre otros motivos, por los procesos de priva-

tización de grandes empresas y por las negociaciones de adhesión a la UE. Ya en 2007, el incremento fue muy inferior y, posteriormente, con la contracción de los flujos de inversión afectados por la recesión económica y financiera internacional, la inversión extranjera en Turquía se estima que podría haber caído hasta los 7.900 millones en 2009 (según datos de la UNCTAD).

Presencia comercial española en el mercado turco

El mercado turco ha sido identificado como prioritario para la política comercial exterior de España por su elevado potencial, que, sin embargo, no ha sido suficientemente aprovechado por las empresas españolas. De ahí que, con la finalidad de promover y consolidar la presencia comercial e inversora de España en Turquía, se diseñó un Plan Integral de Desarrollo del Mercado para el período 2008-2010, cuyos objetivos se centran en el fomento de la implantación de empresas españolas en el país, la consolidación de las relaciones institucionales, la mejora de la información disponible sobre ese mercado, así como el refuerzo de la imagen de las empresas españolas en el mismo.

Actualmente, existen más de 300 empresas españolas establecidas en Turquía

En 2009, a pesar de la reducción de los flujos comerciales bilaterales, Turquía se configuró como décimo primer cliente y décimo sexto proveedor extranjero de España. En dicho ejercicio, las ventas exteriores de mercancías españolas al mercado turco se situaron en 2.597 millones de euros, siendo la principal partida de exportación la de vehículos automóviles, mientras que las importaciones ascendieron a 2.632 millones, destacando las prendas de vestir y también los vehículos automóviles, como principales bienes importados.

En los últimos cinco años, el saldo de la balanza comercial bilateral ha sido favorable a Turquía, si bien, en los ejercicios de 2008 y 2009, el diferencial entre importaciones y exportaciones se ha reducido, situándose en 35 millones de euros en el último ejercicio.

Por lo que se refiere a la inversión directa de España en Turquía, ésta ha sido muy tímida hasta 2005, cuando ascendió a 106,35 millones de euros. Dos años más tarde, registró la cifra récord de 1.062 millones (motivada por el destacado volumen de recursos invertidos en los sectores de seguros, fabricación de otros productos minerales no metálicos y fabricación de material y equipo eléctrico) y en 2008 fueron 710 millones de euros los invertidos por las empresas españolas en el mercado turco. Sin embargo, ya los nueve primeros meses de 2009 (último dato disponible), se cerraron con inversiones por valor de 43 millones, de acuerdo con los datos del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Actualmente, existen más de 300 empresas españolas implantadas que Turquía, algunas de las cuales han aprovechado las oportunidades derivadas de los procesos de privatización y de licitación de obras de infraestructuras. Asimismo, la inversión española en el mercado otomano se ha visto respaldada por el acuerdo de protección y promoción recíproca de inversiones (vigente desde 1998) y el convenio para evitar la doble imposición (de 2003). No obstante, el mercado turco ofrece todavía muchas oportunidades de negocio e inversión en diferentes sectores que conviene que las empresas españolas tengan en cuenta ::

Negociaciones para la adhesión a la UE

El proceso de negociaciones para la adhesión de Turquía a la UE se inició en octubre de 2005, pero, desde entonces, el progreso ha sido lento. Solamente se ha avanzado en 14 capítulos de los 35 que se establecen para la incorporación de nuevos Estados, habiéndose cerrado tan sólo uno de dichos capítulos (el de ciencia e investigación). A la lentitud de las negociaciones han contribuido hechos como la no aceptación por parte de Turquía de abrir sus aeropuertos y puertos a Chipre. Además, existen una serie de aspectos de índole política y social, como son el papel del Ejército, la libertad de expresión y la ampliación de los derechos de las minorías, que han de resolverse en el marco de las negociaciones. De hecho, los puntos considerados más controvertidos son los derechos humanos y la libertad de expresión.

No obstante, el Gobierno de Erdogan mantiene su compromiso con la adhesión, reiterando que su objetivo es la integración como país miembro de pleno derecho de la UE, no aceptando otras fórmulas de «asociación privilegiada» como había propuesto Francia. El primer ministro turco ha asegurado recientemente que Turquía está avanzando en la implementación de las reformas exigidas y que, desde su llegada al poder en 2003, se han ampliado las libertades y los derechos humanos en su país. Asimismo, ha destacado el esfuerzo llevado a cabo por Turquía para resolver los conflictos internacionales, incluido el caso de Chipre. Además, el país pretende que, durante la actual presidencia española de la UE, se aceleren las negociaciones de adhesión.

Por su parte, España ha manifestado su voluntad de que se produzca una aceleración del proceso a pesar de las reticencias presentadas por países como Alemania y Francia (que utilizan el «caso de Chipre» y las relaciones de Turquía con países próximos como argumento para detener las negociaciones). Durante este primer semestre de 2010 de presidencia española de la UE, el Ejecutivo español buscará el inicio de las negociaciones de cuatro nuevos capítulos: competitividad, educación, energía y seguridad alimentaria. En cuanto al papel de la Comisión Europea, ésta no influirá en las negociaciones, aunque sí desempeñará una labor importante respeto a la superación de las barreras de carácter político. Se considera que el avance en las negociaciones no contará con resistencias de tipo técnico, sino que serán aspectos políticos los que condicionarán tal avance.

Marruecos
más cerca de Europa

Separados por una pequeña franja de mar de apenas 16 km, los vínculos entre España y Marruecos no son nuevos, pero han cobrado especial importancia en los últimos años. A ello ha contribuido especialmente la intensificación de las relaciones bilaterales y el mayor acercamiento del Reino alauita a Europa, tras haber obtenido el estatuto avanzado..

Departamento de Análisis de Afi

Un marco de relación privilegiado: el estatuto avanzado

La obtención por parte de Marruecos del estatuto avanzado en 2008 supone la culminación de un proceso de acercamiento a la Unión Europea, que arranca en 1969 con la firma de los primeros acuerdos, pero cuyo desarrollo no se produce hasta el año 2000 con la firma de un acuerdo de asociación y el posterior plan de acción en el marco de la política europea de vecindad en julio de 2005.

Marruecos se convierte de esta manera en el primer país de la región sur del Mediterráneo en obtener este estatuto en sus relaciones con la Unión Europea. El estatuto avanzado plantea entre sus objetivos el progresivo alineamiento normativo de Marruecos con Europa a cambio de su participación en determinados programas, agencias y procesos políticos comunitarios y el acceso al mercado único y una asistencia financiera «apropiada». Desde Marruecos, el estatuto se ve como un primer paso hacia la plena integración, que se antoja, sin embargo, alejada a la vista del precedente de 1987 [1] y de las dificultades de Turquía para progresar en las negociaciones sobre su integración.

La celebración de la I Cumbre UE-Marruecos en Granada el pasado 6-7 de marzo confirma, sin embargo, la voluntad de ambas partes de dotar de mayor concreción el contenido del estatuto y de avanzar de forma efectiva en una mayor integración económica y política con Europa. Y es el que el estatuto avanzado no es sino una declaración de intenciones sin carácter jurídicamente vinculante para las partes. Su principal valor añadido, respecto al marco anterior del plan de acción de vecindad, es de tipo simbólico y reside en la voluntad de establecer una relación privilegiada y en el reconocimiento de los importantes avances que ha protagonizado la economía marroquí en los últimos años.

Mayor apertura y liberalización de la economía marroquí

Entre los principales logros que ha cosechado Marruecos, cabe mencionar una mayor diversificación económica. El sector servicios acapara ya los dos tercios del PIB, con el creciente protagonismo del turismo (12% del PIB), mientras que la industria también ha ido ganando protagonismo, impulsada por la decidida voluntad del Gobierno, plasmada en el denominado «Plan emergence» (automóvil, aeronáutica, electrónica, productos químicos, textil y agroalimentación), de apoyar su desarrollo y la mejora de su productividad y eficiencia. Por el contrario, el sector primario ha ido perdiendo peso, aun cuando la dependencia económica del país respecto a este sector sigue siendo muy pronunciada, tanto en términos de PIB (15%) como, sobre todo, de empleo (42%). El sector agrícola ha figurado, como no podría ser de otra manera, entre las prioridades políticas del Gobierno a través del denominado «Plan vert», con el que se pretende favorecer la modernización del sector y mejorar las condiciones de vida de los agricultores.

Esta mayor diversificación económica, junto con el conjunto de reformas estructurales acometidas para favorecer un mejor funcionamiento del mercado, en términos de mayor competencia y transparencia, han contribuido a colocar la economía marroquí en una senda de crecimiento sostenible (con un crecimiento medio del 4,5 en el período 2002-2005) y, lo que es más importante, a sortear con habilidad episodios recesivos como el actual, dando muestras de una fortaleza y capacidad de resistencia encomiables.

[1] En 1987, Marruecos presentó oficialmente su candidatura a la Comisión Europea, que fue, sin embargo, rechazada.

Desde luego, Marruecos no ha permanecido ajeno a la crisis. Sus exportaciones a Europa se han resentido de forma notable, como también lo han hecho los ingresos por turismo y las remesas. Pero su impacto ha sido limitado, en parte, por la limitada integración del sistema bancario marroquí con los mercados financieros internacionales, pero también por el dinamismo de la demanda interna, sostenido en buena medida por la política expansiva del Gobierno. Todo ello explica que la economía marroquí haya exhibido un desempeño notable, tanto en 2008 como en 2009, con crecimientos, según datos del FMI, del 5,5 y 5%, respectivamente. Y, lo que es más importante, que las perspectivas a corto plazo (3,2% en 2010) y a medio plazo sean favorables.

En este contexto, no sorprende que Standard & Poor's elevara el pasado mes de marzo la calificación soberana de la deuda a largo plazo de Marruecos en moneda extranjera, desde BB+ a BBB-, el primer nivel de grado de inversión, reconociendo con ello los excelentes credenciales de la economía marroquí. Ello implica menores costes de financiación exterior, pero, sobre todo, el reconocimiento de los logros alcanzados por Marruecos y una mayor confianza de los mercados hacia una de las economías del continente con mayor estabilidad y potencial.

Desempleo y pobreza: principales lastres

Dicho esto, el proceso que ha iniciado Marruecos de modernización y desarrollo no ha concluido; el camino que resta por recorrer es, por el contrario, largo y no está exento de dificultades. Entre los principales desafíos a los que se enfrenta el país alauita figura el problema del desempleo. Los datos oficiales sitúan la tasa de paro en el 9,4% en 2008, si bien ésta podría alcanzar niveles del 14% en el ámbito urbano, con una importante incidencia en el colectivo juvenil.

Las carencias existentes en materia de sistemas de cobertura pública (seguro de desempleo, sanidad o pensiones) agravan las consecuencias sociales de estas abultadas tasas de desempleo y explican la precariedad en la que malvive una parte importante de la población. Según el FMI, el índice de pobreza se situaría en el 9% de población, elevando el número de pobres a unos dos millones de personas.

El crecimiento de la renta per cápita, que actualmente se sitúa en unos 2.600 dólares, ha sido insuficiente para apreciar una mejora sustantiva en la lucha contra la pobreza, en parte por la presión demográfica, pero, sobre todo, por las amplias desigualdades sociales que caracterizan a la sociedad marroquí.

Todo ello ha favorecido un constante y creciente proceso migratorio, principalmente hacia Europa. Junto a los dos millones de marroquíes que residen legalmente en Europa, se estima, en efecto, que otro millón ha llegado al viejo continente de forma ilegal. Pero, además, Marruecos se ha convertido en un país de tránsito de la inmigración ilegal procedente del África subsahariana.

Creciente interés del capital exterior en el mercado marroquí

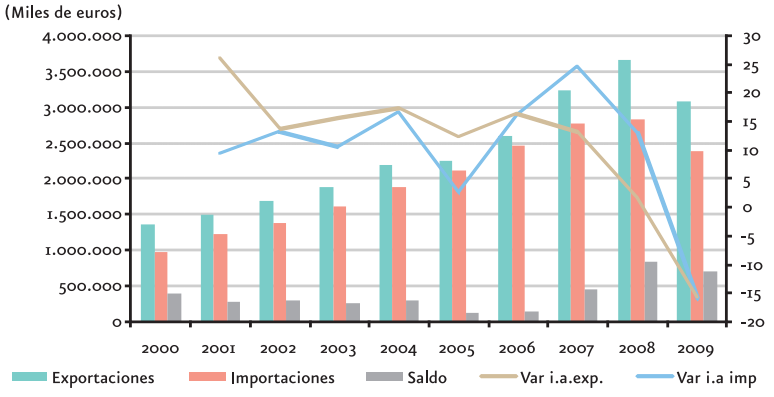
Aun reconociendo estas debilidades, el balance que ofrece Marruecos es claramente positivo. Así lo entienden, al menos, los inversores, cuya presencia en Marruecos ha sido creciente.

PRINCIPALES CIFRAS MACROECONÓMICAS

	2005	2006	2007	2008	2009(p)	2010(p)
Crecimiento real del PIB (%)*	3,00	7,80	2,70	5,58	5,00	3,22
Inflación anual (%)*	0,98	3,29	2,04	3,89	2,80	2,80
Desempleo (%) 11,00	9,70	9,80	9,60	n.d.	n.d.	
Balanza por c.c. (% PIB)*	1,79	2,15	-0,09	-5,42	-5,46	-4,74
Saldo presupuestario (%PIB)	16,40	17,10	22,80	24,70	n.d.	n.d.
Deuda Externa (% PIB)	22,20	20,20	20,30	20,10	n.d.	n.d.

e: estimado; p: previsión
Fuente: *World Economic Outlook (FMI).*

Balanza comercial hispano-marroquí



Fuente: *Datacomex y elaboracion propia. Datos hasta septiembre de 2009.*

Según un estudio publicado por el FDI Intelligence, dependiente de The Financial Times, Marruecos figura como el tercer mejor destino para la inversión extranjera en el continente africano, por detrás de Sudáfrica y Egipto. Los datos de UNCTAD confirman su atractivo, puesto que Marruecos, con un stock de unos 41.000 millones de dólares en 2008, concentra el 24% del stock de inversión extranjera directa del norte de África.

En un primer momento, son las privatizaciones, en el marco de la política de apertura de liberalización que lleva a cabo el Gobierno a partir de principios de los años noventa, las que contribuyen a incrementar de forma notable la afluencia de capital extranjero hacia el mercado marroquí. Algunas de las operaciones de mayor envergadura del programa de privatizaciones del Gobierno son la venta de Maroc Telecom a Vivendi Universal (2.700 millones de dólares) y la de la Régie de Tabacs a Altadis (1.700 millones). Estas operaciones, junto con alguna más, explican la concentración sectorial de la inversión extranjera indirecta en telecomunicaciones y banca. Más adelante, la implantación de las reformas estructurales, la creación de un marco de negocios más propicio y el potencial de crecimiento contribuyen a una mayor diversificación sectorial de las inversiones de la mano de sectores como la industria de automoción, el turismo, el inmobiliario o el agroalimentario, así como a una participación más activa de empresas de tamaño mediano en el mercado.

Protagonismo destacado de la empresa española

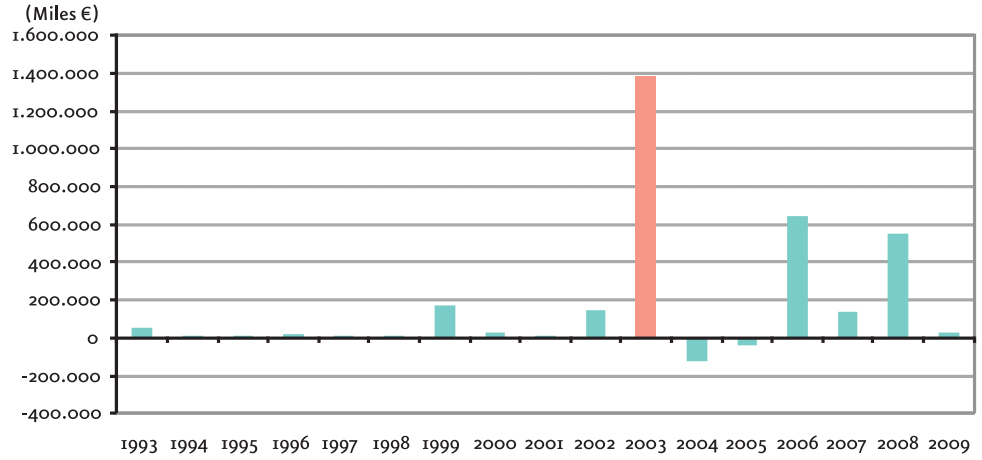
España, junto con Francia, ha sido uno de los principales protagonistas en la intensificación de las relaciones comerciales y de inversión con Marruecos. España es el segundo cliente y proveedor de Marruecos y el segundo inversor con el 18,7% del total, en ambos casos por detrás de Francia.

En 2009, las relaciones bilaterales se han resentido como consecuencia de la crisis económica, si bien en menor medida que en otras latitudes. De esta manera, los intercambios comerciales con nuestro vecino del sur han alcanzado los 5.460 millones de euros, con un saldo positivo para España de unos 700 millones de euros.

Aun cuando por volumen de exportaciones Marruecos no figura en las posiciones de cabecera en el ranking de nuestros principales mercados de destino, su posicionamiento en términos de número de empresas españolas con actividad en el mercado es sensiblemente mejor. Según datos del ICEX, son cerca de 18.000 las empresas que operan con Marruecos, lo que coloca a este país en la tercera posición del ranking.

Lógicamente, la presencia estable de nuestras empresas es mucho menor. Según un estudio de Durán[2] , se estiman en unas 500 las empresas españolas implantadas en Marruecos. Cerca del 50% pertenecen al sector secundario, con un claro protagonismo del sector textil (12% del total) y representantes destacados como Inditex o el grupo Cortefiel. El sector de construcción e inmobiliario cuenta también con una presencia destacada, aun cuando, en los dos últimos años, la crisis haya frenado la fuerte expansión que ha protagonizado este sector en la última década. Por su parte, las empresas de servicios representan el 40% del total, siendo especialmente importante la presencia de sectores como el transporte (22%) y los servicios de asesoramiento jurídico, fiscal y contable. Por último, las empresas del sector primario representan un 14% del total, con un amplio protagonismo de las empresas del

Evolución IED española en Marruecos 1993-2009



[2] Durán, I. (2009): «El tejido empresarial español en Marruecos: avances y retos», *Boletín de Economía y Negocios de Casa Árabe*, nº 13.

sector pesquero.

La diversidad de actividades presentes en Marruecos da, por tanto, buena cuenta del indudable atractivo que presenta el mercado marroquí para la mayor parte de nuestros sectores con proyección internacional.

Un amplio potencial en numerosos sectores

A medio plazo, las perspectivas se antojan favorables y es previsible que las relaciones comerciales y de inversión de Marruecos con el exterior se incrementen con igual o mayor intensidad que hasta ahora. A ello debería contribuir, en primer lugar, la creación de zonas de libre comercio de Marruecos con la Unión Europea y Estados Unidos (en este último caso en vigor desde 2006), pero también la mayor proyección de Marruecos en la región y en el continente, convirtiéndose en una plataforma de acceso a los mercados y oportunidades de África.

Junto a ello, Marruecos cuenta con importantes necesidades de infraestructuras que deberían favorecer la afluencia de capital exterior: en materia de ampliación de la red de autovías y ferrocarriles en los ejes norte, sur y oriental; de mejora y ampliación de puertos y aeropuertos (dos nuevos puertos en Tánger y Jorf Lasfar); de incremento del stock de viviendas (necesidades de un millón de viviendas con un ritmo de construcción anual de 120.000 viviendas); de desarrollo de las fuentes energéticas a través del plan de promoción de las energías renovables 2009-2015, dotado con más de 8.000 millones de euros, y de incremento y desarrollo de la infraestructura turística en el marco del plan estratégico Vision 2020, entre otros proyectos.

Pero también Marruecos dispone de un mercado de más de 30 millones de consumidores, cuya renta per cápita se ha duplicado en menos de 10 años y en el que las perspectivas de que se mantenga e, incluso, se acelere este crecimiento de la riqueza del país en el contexto de una mayor integración con Europa lo convierten en un destino de indudable atractivo.

No es casualidad que la I Cumbre UE-Marruecos se haya celebrado en territorio español y que el Gobierno haya establecido, entre sus prioridades durante el semestre en el que asume la presidencia de la Unión, el estrechamiento de relaciones con Marruecos. Las autoridades, como las empresas de nuestro país, son perfectamente conscientes del interés estratégico que ofrece el vecino del sur y de las ventajas comparativas que posee España para aprovechar sus oportunidades. Pocos mercados de nuestro entorno ofrecen tantas ventajas como Marruecos para mejorar la cuenta de resultados de nuestras empresas: proximidad geográfica y cultural, ventajas logísticas, amplio mercado local en plena expansión, integración comercial con algunos de nuestros mercados más directos como la UE o EEUU, mano de obra barata y abundante, etc. Ahora sólo resta esperar que las expectativas de una mayor intensificación de nuestras relaciones con Marruecos se concreten. Desde luego, el entorno invita a ello ::

España no es Grecia

Desde prácticamente el inicio de 2010, las tensiones en los mercados de deuda pública del área euro se han incrementado de forma notoria como consecuencia de la inestabilidad presupuestaria y el elevado déficit público presente en algunos de sus principales países, con Grecia a la cabeza.

Miguel Arregui y Sara Baliña

A pesar de que las bases de crecimiento económico son ahora más sólidas que en 2009 y que el punto álgido de la crisis financiera ha quedado atrás, el mercado de deuda pública del área euro en su conjunto sigue dando síntomas de debilidad, reducida cohesión y elevada volatilidad. Los diferentes emisores soberanos han mostrado una evolución divergente en lo que respecta a su capacidad de pago, otrora fuera de toda duda y actualmente muy cuestionada. Así, el mercado ha catalogado a los soberanos de referencia en dos grupos claramente diferenciados atendiendo a esta premisa. Por un lado, el grupo de las denominadas «economías núcleo», que integran los países del área euro mejor posicionados en términos de control presupuestario, nivel de déficit público y expectativas de crecimiento económico, como son Alemania, Francia, Finlandia o Austria, y, por otro lado, el bloque de las «economías periféricas», que comparten varios denominadores comunes que las aleja de la concepción de países núcleo. Los parámetros que comparten estos países son, fundamentalmente, un elevado déficit público, acompañado, en casi todos los casos, de elevados niveles de deuda sobre PIB y de unas previsiones de recuperación económica lenta, no exenta de desequilibrios, que dificultan la adopción de medidas de consolidación fiscal y amenazan con retroalimentar la dinámica de expansión de la deuda pú-

blica iniciada a raíz de la crisis. Grecia es el estandarte de este grupo, que también engloba a Irlanda, Portugal y España.

Sin embargo, no todo son similitudes. Existen diferencias, y algunas especialmente relevantes, entre ellos. Las divergencias en los niveles de rentabilidad exigida por los inversores son un buen baremo para cuantificarlas, con independencia de que, en momentos puntuales, el mercado castigue de forma generalizada a los países periféricos.

El punto de partida con el que Grecia y España han encarado la crisis difiere de forma significativa

Ello explica por qué los *spread* de rentabilidad entre países como España y Grecia son tan elevados y se sitúan entre los 380 puntos básicos observados en la zona a dos años -el tipo de la deuda española a este plazo ronda el 1,5%, mientras que el de Grecia se sitúa en el 5,3%- y los 260 puntos básicos del 10 años, con unos tipos del 3,9% en el caso de la deuda pública española y del 6,5% en el de la deuda griega.

No todo son puntos en común. Algunas diferencias clave

El punto de partida con el que Grecia y España han encarado la crisis difiere de forma significativa. El margen de maniobra, ahora agotado, del que disponía España en términos de cuentas públicas no lo compartía Grecia: frente a una ratio de deuda pública sobre PIB que, en el caso español, apenas alcanzaba el 40% en 2008, la de Grecia superaba el 100%. Esta distinción constituye un elemento discriminatorio de primer orden, que justifica la diferencia de rating entre ambos emisores soberanos (Aaa/AA+/AAA para España y A1/BBB+/A para Grecia) y el diferencial negativo que históricamente ha existido a favor de la deuda pública española frente a la griega. En media, el Tesoro español se ha financiado unos 65 pb por debajo del Tesoro griego en la última década en referencias de deuda pública a 10 años.

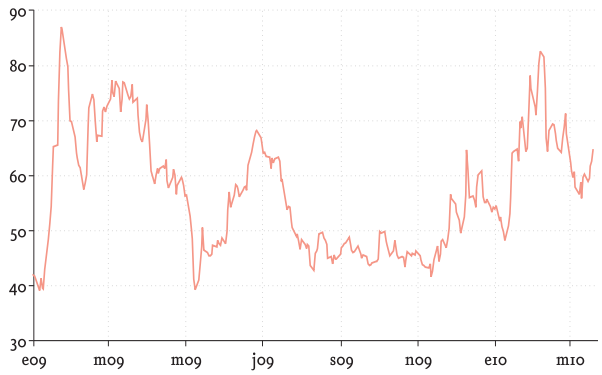
Por otra parte, la credibilidad de las políticas fiscales aplicadas también ha desempeñado un papel clave. Mientras que la verosimilitud de las cuentas públicas españolas está fuera de toda duda, Grecia ha reconocido que, durante años, el anterior Gobierno adulteró, en cierta medida, las estadísticas con el objetivo de poder cumplir con los criterios de convergencia del área euro.

Asimismo, la rigidez de la partida de gastos públicos en todo lo referente al empleo público y la remuneración de los funcionarios, la escasa competitividad del sector empresarial griego, su exposición bancaria a una región geográfica intensamente azotada por la crisis, como es la de los Balcanes, y el elevado «peaje» en términos de crecimiento económico satisfecho por Grecia en el último año (y previsiblemente el año que viene) son elementos de peso que han elevado la incertidumbre sobre la capacidad de pago de su deuda y que se han traducido en rentabilidades a largo plazo de casi 400 pb por encima de la referencia alemana.

El margen de maniobra, ahora agotado, del que disponía España en términos de cuentas públicas no lo compartía Grecia

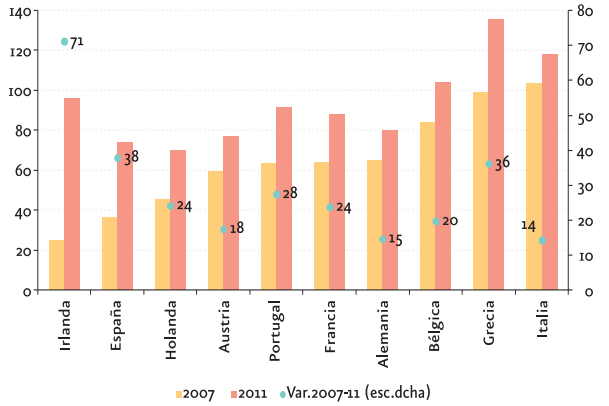
Sin obviar esta base de argumentación, un elemento adicional que ha acentuado el «riesgo Grecia» y que, sin duda, se ha convertido en su principal pieza, es el efecto «bola de nieve», derivado de un volumen de intereses creciente que no logra compensar el crecimiento de la actividad y que retroalimenta el círculo de más déficit y deuda a futuro. La concentración de vencimientos en la primera mitad de 2010 (entre abril y mayo se estima que

Diferencial soberano promedio entre los países periferia y núcleo del área euro (pb, 10 años)



Fuente: *Afi a partir de Bloomberg.*

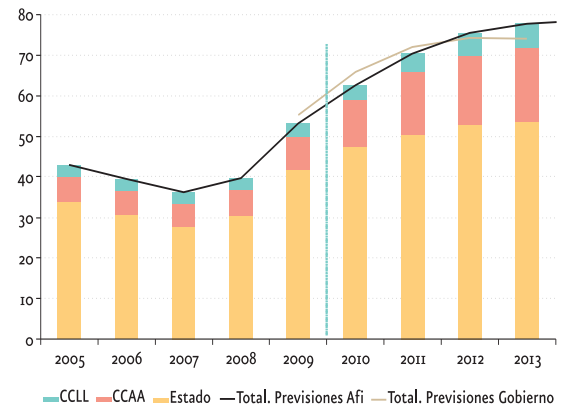
Ratio de deuda pública sobre PIB. Previsiones de la Comisión Europea (otoño 2009)



Fuente: *Comisión Europea.*

Grecia tendrá que refinanciar, aproximadamente, 20.000 millones de euros) es otra de las variables clave, más teniendo en cuenta que el 70% de las colocaciones de deuda griega son adquiridas por inversores extranjeros. Ante episodios eventuales de incremento de la aversión al riesgo y desconfianza en la capacidad de pago de Grecia, el no contar con una base inversora nacional constituye un handicap con el que no cuenta España.

Previsiones Afi para la evolución de la ratio de deuda pública sobre PIB en España



Fuente: *Afi a partir de Ministerio de Economía, Banco de España, INE y Tesoro.*

El principal vector de apoyo con el que cuenta Grecia para ganar credibilidad en los mercados de deuda pública radica en los planes de fuerte reducción del déficit público anunciados y que podrían suponer una minoración del gasto de 16.000 millones de euros sólo en 2010. La aprobación recibida desde instancias europeas, valorando positivamente las medidas de ajuste a corto y medio plazo han generado confianza sobre su implantación, aunque, como en el caso de España, las mayores dudas giran en torno a la capacidad para cumplir la senda de ingresos públicos prevista, en ausencia de un escenario de crecimiento económico sólido. El plan de saneamiento griego ha llevado a S&P a permutar el *credit watch* negativo que mantenía sobre Grecia por un *outlook* negativo, que implica una posible revisión a la baja de su *rating,* pero en un plazo de tiempo no tan inminente como en el caso del *credit watch.*

Sin embargo, mientras se avanza en esta dirección, el mercado continúa poniendo contra las cuerdas la capacidad de financiación del Tesoro griego. Resulta llamativo que, con los tipos de referencia del BCE en el 1%, la deuda pública griega esté rentando casi un 7%. La urgencia de avanzar en la aprobación de un plan de rescate a nivel europeo derivó en un acuerdo de mínimos en el seno del Eurogrupo, que, aun con el apoyo del FMI, ofrecería el grueso de las ayudas a Grecia en caso de que fuese necesario.

Los programas de facilitación de la financiación del comercio

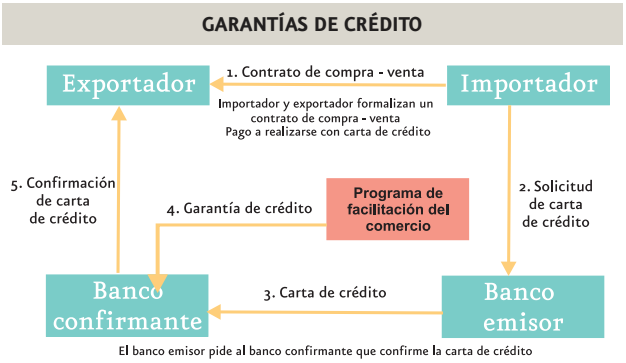
La profunda crisis iniciada en 2007 ha tenido como uno de los principales damnificados el comercio internacional, que ha visto caer su actividad a niveles nunca vistos. Tal ha sido la parálisis del comercio internacional que la práctica totalidad de las instituciones financieras internacionales y bancos de desarrollo regionales han puesto en marcha, o han fortalecido significativamente, sus respectivos programas de financiación del comercio. En las siguientes páginas describimos este proceso y la dimensión que hasta la fecha han alcanzado.

Verónica López Sabater

El hecho de que prácticamente el 90% de las transacciones de comercio internacional requieran de algún tipo de financiación, garantía o seguro, implica que la financiación del comercio (*trade finance* por su denominación internacional) es uno de sus principales motores, dotando de seguridad y fluidez al movimiento transnacional de bienes y servicios. El efecto de la crisis financiera internacional ha puesto también de relieve su condición de salvavidas del comercio internacional.

La crisis ha provocado una espectacular caída del comercio mundial entre finales de 2008 y el segundo trimestre de 2009, asociada principalmente al desplome de la demanda de importaciones de los países desarrollados que ha supuesto una tasa de crecimiento del volumen de comercio del -13% en 2009 según estimaciones de la UNCTAD; una enorme contracción en relación con el crecimiento registrado en 2008 (4,4%) y durante el período 2004-2007 (8,6% en promedio). En términos absolutos, la crisis ha hecho menguar el valor del comercio mundial para el período 2008-2010 en cinco billones de dólares. Las perspectivas para 2010 anticipan, afortunadamente, un escenario de crecimiento del 5%, asociada a una moderada recuperación del producto mundial.

El comportamiento de la demanda agregada mundial, que ha motivado un deterioro notable de la actividad comercial y de los precios, ha estado indudablemente acompañado por una fuerte inestabilidad en los mercados financieros, provocando encarecimiento de las condiciones de financiación y una auténtica sequía del crédito comercial. En la medida en que productores y comercializadores, tanto en países en desarrollo como desarrollados, necesitan contar con acceso a flujos de financiación comercial y de seguro en condiciones razonablemente atractivas para realizar su labor de importación y/o exportación e integrarse así en el comercio internacional, es condición necesaria que exista y funcione correctamente el sistema financiero y que cumpla su labor de asignación de recursos.



Fuente: *elaboración propia a partir de información publicada por los distintos programas de facilitación de crédito de instituciones financieras internacionales.*

La demanda de financiación comercial desde finales de 2007 ha sido de tal magnitud que la iniciativa privada no ha sido capaz de cubrirla en las condiciones necesarias para que las transacciones tuvieran sentido comercial. Esta brecha, cuantificada sólo para las entidades financieras de EEUU y Reino Unido en más de 25.000 millones de dólares según la Organización Mundial del Comercio (OMC), ha sido parcialmente cubierta por las instituciones financieras internacionales y los diversos programas de facilitación del comercio en ellas establecidos.

Los bancos regionales de desarrollo y la corporación financiera internacional (en adelante IFC) han visto incrementado en un 40% el volumen de garantías otorgadas para operaciones de comercio internacional (del 50% en número de operaciones) en el año 2009 y, de forma particularmente más activa, en África y América Latina. La demanda de programas y mecanismos de facilitación de la financiación comercial, que cubren el riesgo de impago de una importación/exportación entre dos países,

La demanda de financiación comercial desde finales de 2007 ha sido de tal magnitud que la iniciativa privada no ha sido capaz de cubrirla

ha visto en 2008 y 2009 sus años de mayor crecimiento y relevancia por causa de la falta de liquidez y el fuerte encarecimiento del crédito comercial. Según datos de la OMC, el fuerte impulso de los programas de facilitación del comercio de las instituciones financieras multilaterales ha respondido a un doble efecto: por un lado, al fuerte incremento de la demanda de garantías durante los meses de la crisis y, por otro, a la decisión generalizada de los directorios de dichas instituciones de incrementar la capacidad de dichos programas. Como resultado, y para el período 2008-2009, además del ya señalado incremento de transacciones, el número de bancos emisores y confirmantes ha superado los dos millares y el número de países cubiertos los 120, la mayoría de los cuales son países en desarrollo y emergentes.

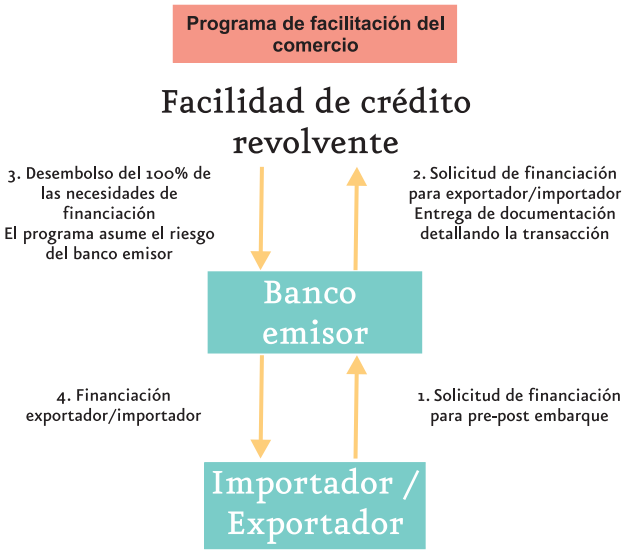
Como se ha señalado, la demanda de garantías de instituciones financieras multilaterales ha aumentado de manera extraordinaria desde el inicio de la crisis financiera: los bancos emisores locales en países en desarrollo o emergentes han recurrido a ellas para facilitar la financiación del comercio de sus clientes, mientras que los bancos confirmantes han utilizado la garantía de crédito AAA para facilitar los negocios a sus clientes exportadores en nuevos mercados emergentes o en desarrollo. Además, el endurecimiento de los requisitos de capital para los bancos prestatarios ha convertido a las garantías de los programas de facilitación del comercio en un instrumento muy atractivo para los intermediarios financieros.

Los indicadores más relevantes de los diversos programas se encuentran recogidos en el cuadro «Programas de facilitación del comercio internacional». Dichos programas están articulados en dos grandes modalidades (garantías de crédito a bancos confirmantes y líneas de crédito revolvente a bancos emisores) y presentan una operativa muy similar entre ellos (véanse figuras «Garantías de crédito» y «Líneas de crédito revolvente» para un esquema de funcionamiento). Destacan, por su tamaño e impacto en los flujos de comercio internacional, los siguientes:

- Programa Global de Financiamiento Comercial (Global Trade Finance Program-GTFP), del IFC, grupo Banco Mundial, diseñado para el otorgamiento de garantías para la mitigación del riesgo en los mercados emergentes en forma de cartas de crédito de garantía a favor de los bancos confirmantes. Hasta la fecha, el programa ha otorgado garantías comerciales por valor de casi 7.000 millones de dólares, distribuidas geográficamente como sigue: África subsahariana (47%), América Latina (30%), Oriente

Medio y norte de África (14%), Europa del Este y Asia central (5%) y sudeste asiático y Pacífico (4%). Por sectores, el 25% de las garantías otorgadas han apoyado las importaciones y exportaciones de bienes agrícolas y fertilizantes; el 24%, los hidrocarburos y químicos; el 15%, los bienes industriales y maquinaria; el 9%, los productos de acero y de aluminio, así como el rubro de las autopartes, y un 5%, respectivamente, el sector de textiles y el de bienes de consumo.

LÍNEAS DE CRÉDITO REVOLVENTE



Fuente: *elaboración propia a partir de información publicada por los distintos programas de facilitación de crédito de instituciones financieras internacionales.*

- Programa de Facilitación de Financiamiento al Comercio Exterior (TFFP), del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), que en la actualidad comprende una red de, aproximadamente, 196 bancos confirmantes pertenecientes a 69 distintos grupos bancarios internacionales en más de 46 países y 34 bancos emisores en 14 países de la región. Hasta la fecha, y desde su lanzamiento en 2005, el programa del BID ha emitido garantías por valor, aproximadamente, de 380 millones de dólares en apoyo de más de 490 transacciones individuales de comercio internacional por un valor total de 504 millones de dólares.

- Trade Finance Initiative, del Banco Africano de Desarrollo (BafD), inaugurada en marzo de 2009 y dotada con 1.000 millones de dólares, que funciona bajo la modalidad de provisión de líneas de crédito revolventes (por ser su mayoría operaciones a corto plazo) a bancos comerciales del continente para financiación de operaciones comerciales.

- Trade Finance Facilitation Program, del Banco Asiático de Desarrollo (BAD), ofrece dos tipos de instrumentos: garantías de crédito a bancos confirmantes y una facilidad de crédito revolvente para la financiación de actividad comercial de bancos emisores, al estilo del programa del BAfD.

- Trade Facilitation Programme, del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD), proporciona garantías de crédito a bancos confirmantes de

Cambios demográficos

«Quizá el fenómeno demográfico más importante sea la caída de la natalidad»

La demografía encierra secretos muy importantes para el futuro de los mercados y de la empresa. Pequeñas alteraciones en la tasas de natalidad o de mortalidad, por ejemplo, pueden tener efectos de gran calado sobre el tamaño, la composición y la estructura de edad de la población años e, incluso, décadas después de que se producen. Además, todas las proyecciones demográficas son imprecisas, puesto que siempre se fundamentan sobre ciertos supuestos relativos al comportamiento humano. A menudo, los demógrafos se han visto sorprendidos por los cambios repentinos en tendencias que consideraban imparables.

Quizá el fenómeno demográfico más importante de nuestro tiempo sea la caída de la natalidad, que se ha verificado en distintos momentos y a ritmos diferentes según la región y el país. Desde principios de los años setenta, la natalidad en los países más desarrollados ha sido tan baja que la población no ha podido reemplazarse a sí misma. Por el contrario, en los países más pobres, todavía nacen más de cinco bebés por mujer (normalmente se necesitan 2,1 para reemplazar una población, dada la mortalidad que se produce antes de que una persona alcance la edad de reproducción). Pero incluso, en los países más pobres, la tasa de natalidad está cayendo progresivamente a medida que crece el nivel educativo de la población en general y de las mujeres en particular. Al mismo tiempo, la mortalidad ha disminuido, sobre todo la infantil, y la esperanza media de vida al nacer ha aumentado en más de 15 años desde 1960. Ya son muchos los países en los que superan los 80 años de edad.

Estos cambios producen dos efectos muy importantes para la empresa. El primero es el envejecimiento de la población, lo que supone un cambio radical en la demanda de servicios de educación, ocio, salud y cuidado personal. También se van a producir cambios importantes en la demanda de servicios financieros ligados a las distintas fases del ciclo de vida, incluyendo los productos de ahorro y crédito y los seguros. Además, resulta claro que una población más envejecida va a demandar distintos tipos de alimentos, bebidas, objetos de cuidado personal, automóviles, electrodomésticos y viviendas, por mencionar solamente algunos ejemplos.

El segundo cambio importante se refiere a la distribución geográfica de la población en el mundo. Dejando a un lado Oceanía, se pronostica que, en los próximos 50 años, solamente tres regiones del mundo van a contemplar un aumento de su población en relación con el total mundial: América Latina, el sur de Asia y África. América del Norte, el este de Asia (incluyendo China) y, sobre todo, Europa verán su peso específico menguar. Estos cambios significarán un desplazamiento importante del centro de gravedad de la economía global no solamente en términos de mercados de consumo, sino también de inversión en infraestructuras de todo tipo, desde la educación hasta el transporte.

Las consecuencias de estos cambios demográficos para los mercados de trabajo, capital, bienes y servicios van a ser muy importantes. Las empresas tendrán también que ajustarse. Algunos de sus productos perderán demanda, mientras que otros serán más deseados. Al igual que en el caso de otras tendencias importantes, las empresas que sepan anticiparse y adaptarse obtendrán cuantiosos beneficios de los cambios demográficos que se avecinan ::

Mauro F. Guillén es director del Lauder Institute y catedrático de Dirección Internacional de la Empresa en la Wharton School, así como miembro del Consejo Académico de Afi Escuela de Finanzas Aplicadas.
E-mail: guillen@wharton.upenn.edu

Paso a paso

El inicio del endurecimiento de las condiciones monetarias en China, la nueva propuesta regulatoria de Obama en relación con el sector financiero y, sobre todo, las dudas acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas en el área euro han elevado la percepción de riesgo en los mercados.

Luis Hernanz

Tras un 2009 marcado por una evolución en los mercados financieros dirigidos en buena parte por los estímulos fiscales y monetarios llevados a cabo por los Gobiernos y las distintas autoridades económicas y monetarias, este 2010 se ha iniciado con señales de cierta debilidad en el terreno del crecimiento, que no hacen sino descontar una recuperación con evidentes riesgos de recaída y desigual por regiones.

Y es que, desde el frente macro, hemos asistido a nuevas señales de debilidad en las economías desarrolladas. En el área euro, los registros de consumo privado, que confirman una reducida capacidad de crecimiento autónomo, junto con unas expectativas de inflación que se mantienen muy deprimidas, han provocado inestabilidad en sus mercados. En sentido contrario, en el área emergente destacan sus consistentes y dinámicas tasas de crecimiento, sobre todo en las economías asiáticas.

Con todo, el año ha comenzado con un repunte significativo de la aversión al riesgo que ha propiciado un proceso de huída hacia activos de mayor calidad.

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	MTD	YTD
Desde	31-ene-10	31-dic-09
RV emergentes América Latina	5,7	-0,2
RV EEUU	4,6	2,6
Materias primas	4,0	-1,6
RV Asia y Oceanía	3,9	1,3
Monetarios USD	3,0	6,4
RF CP USD	2,9	6,9
RV Japón	2,9	5,5
RF LP USD	2,9	7,2
RF emergentes	2,6	5,6
RV sectores defensivos	2,4	-0,6
RV emergentes global	2,3	0,6
RV sectores crecimiento	2,3	1,5
RV global	2,1	0,2
RV emergentes MENA	2,0	4,6
RF internacional	1,5	3,9
RV mixta internacional	0,8	-0,4
RF *high yields*	0,8	3,4
RF largo euro	0,6	1,0
RF mixta internacional	0,4	-0,1
Gestión alternativa	0,4	0,7
Garantizado RF	0,3	0,4
RF convertibles	0,2	0,0
Garantizado a vto	0,2	-0,3
RF corto euro	0,2	0,3

Fuente: *Afinet Global EAFI.*

Evolución índices Afi fondos de inversión

En febrero, los fondos que han encabezado el *performance* de la industria de fondos de inversión han sido los que se han aprovechado de la apreciación del dólar frente al euro, del incremento del precio de las materias primas y de aquellos más focalizados en renta variable emergentes de América Latina (efecto mercado y apreciación de las divisas locales).

El buen comportamiento de las Bolsas, ha sido generalizado a nivel global, excepto de los mercados europeos (RV Europa, RV euro y RV España), en los que las distorsiones derivadas de la sostenibilidad de las cuentas públicas de algunos países del área euro se ha contagiado a las cotizaciones bursátiles.

La apreciación del dólar frente al euro, el incremento del precio de las materias primas y la renta variable emergentes América Latina ha marcado el *performance* en la industria de fondos

Un mes más, los fondos de inversión en divisa extranjera han sumado a su rentabilidad la depreciación del euro, excepto en el caso del cruce frente a la libra esterlina, donde la debilidad de la balanza fiscal y las especulaciones acerca de la pérdida de *rating* del país británico ha calado en la cotización de la libra.

Por otro lado, destacamos la RF emergente y *high yield* (HY). Los primeros siguen mostrando su mejor comportamiento relativo frente a la renta fija, tanto emitida por Gobiernos como por *corporates* de los países desarrollados, y se han contagiado de la apreciación de las divisas locales. Entre los fondos HY, a pesar de que los *spreads* del grado especulativo siguen en niveles similares al mes pasado, sustentan su mejor *performance* relativo dado el alto devengo de TIR en esta tipología de emisiones.

También la falta de dirección en los mercados financieros en el comienzo de año está siendo aprovechado por los *trades* relativos de los fondos de retorno absoluto, principalmente entre los que tienen un mayor presupuesto de riesgo, que se anotan en febrero un 0,4% en media (0,3% ganaron en enero).

Nuestro *asset allocation* recomendado

Con este panorama, optamos por reconducir nuestro *asset allocation* recomendado. Así, reducimos en siete puntos porcentuales la exposición global de la cartera a renta variable (hasta el 20%), donde continuamos esperando a que nuestras herramientas de *timing* den luz verde para sobreponderar la renta variable (desde el cuarto trimestre de 2008 estamos infraponderados). Bien es cierto que estas herramientas han rebajado el nivel de alerta bajista de enero de 2010, pero aún no ven un punto de entrada favorable en los niveles de cotización actuales.

La renta variable ha corregido parcialmente el perfil sobrevalorado, sobrecomprado y sobreoptimista que presentaba al inicio del ejercicio (este perfil históricamente ha alertado de correcciones del -10/-15% en el corto plazo). Desde nuestro punto de vista, para 2010 continuamos viendo un mercado en rangos y esperan-

do una señal de entrada para empezar a tomar riesgo de mercado. En los mercados emergentes, recomendamos sobreponderar India, China, Brasil y Tailandia, mientras que esperamos que muestren un peor comportamiento relativo Turquía, Corea del Sur, Polonia y Sudáfrica.

Por su parte, en nuestra cartera recomendada de acciones, las apuestas van dirigidas hacia ACS, Santander, Enagas, Gamesa, Grifols, Iberdrola, Indra, Repsol, Telefónica y Prosegur. Todas ellas se caracterizan por su reducida exposición al riesgo de mercado (valores con beta defensiva), salvo en los casos de Gamesa (1,24), Santander (1,32) e Iberdrola (1,02) por alta y estable rentabilidad por dividendo y por contar con unos descuentos por valoración relativa en PER y P/VC (la única excepción es GAM, nuestra única apuesta diferencial por crecimiento).

En lo que respecta a renta fija, aumentamos en nueve puntos porcentuales su peso, hasta el 50%. En deuda pública, empieza a surgir valor relativo en el universo de soberanos UME (periferia frente a núcleo) después de la reciente ampliación de diferenciales. La zona corta de la curva española es la mejor opción en el análisis rentabilidad-riesgo frente a las zonas media y larga. Subimos nueve puntos el peso de la deuda pública a corto plazo (España) en la cartera recomendada. Con todo, la cartera continúa muy infraponderada en el mercado de deuda pública. En lo que respecta a renta fija privada, volvemos a rebajar la exposición a convertibles, rebalanceando peso hacia HY (+1% hasta el 6%). Aprovechamos la reciente ampliación de *spread* en los segmentos más especulativos para subir sensiblemente el peso de HY, que está ofreciendo un devengo de TIR aceptable (en aquellas carteras que, por mandato o política de inversión, no puedan invertir en HY, recomendamos incrementar el peso en convertibles).

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	28-feb-10	31-ene-10	31-dic-09	BMK	Afi vs BMK
RV euro	12	14	13	17	-5
RV EEUU	3	5	4	6	-3
RV emer. Asia	2	4	4	1	1
RV emerg. América Latina	2	3	3	1	1
RV Europa del Este	0	0	0	1	-1
RV Japón	1	1	1	4	-3
Renta variable	20	27	25	30	-10
RF largo euro	0	0	0	15	-15
RF corto euro	9	0	0	33	-24
RF convertibles	6	7	9	0	6
RF IG CP	25	25	25	8	17
RF IG LP	4	4	4	0	4
RF *high yield*	6	5	3	2	4
Renta fija	50	41	41	58	-8
Retorno absoluto (VAR < 3%)	2	2	3	7	-5
Retorno absoluto (VAR > 3%)	14	14	14	0	14
Gestión alternativa	16	16	17	7	9
Monetarios USD	9	8	7	0	9
Monetarios GBP	0	4	4	0	0
Liquidez	5	4	6	5	0
Mercado monetario	14	16	17	5	9

Fuente: *Afinet Global EAFI*.

La falta de dirección en los distintos mercados financieros, renta variable, renta fija y divisas, puede ser aprovechada mediante la inversión en fondos de valor relativo

En divisas, la debilidad del euro se intensifica en un entorno de repreciación de riesgo soberano intraUME. Este movimiento continúa favoreciendo la estrategia prodivisa de la cartera, que decidimos concentrarla en el cruce dólar/euro (9%). En la BGP, cerramos las posiciones ante nuestro escenario de depreciación frente al euro y al dólar, dado que la debilidad de las cuentas públicas y la potencial extensión de los programas de *quantitative easing* pueden acentuar su debilidad.

Por otro lado, la falta de dirección en los distintos mercados financieros, renta variable, renta fija y divisas, puede ser aprovechada mediante la inversión en fondos de valor relativo. En este capítulo, recomendamos aprovechar el castigo diferencial al Ibex-35 en el comienzo de 2010 para invertir en estructuras autocancelables anualmente con subyacente Ibex-35, en las que los cupones anuales alcanzan el 9%.

Y, por último, en liquidez subimos un 1% la posición, hasta el 5%. La vuelta de la volatilidad a zona de mínimos (VIX < 20%) nos llevan a retirar exposición a riesgo de mercado (ciertas señales de complacencia) : :

Condicionantes para las divisas emergentes en 2010

En el presente artículo analizamos los principales factores de riesgo que se presentan para las economías emergentes durante los próximos meses y que son susceptibles de condicionar el comportamiento de sus divisas en sus cruces frente al euro y al dólar.

Pablo Guijarro

El inicio de 2010

La normalización de los mercados financieros en la parte final de 2009 ha permitido una recuperación de las divisas emergentes que las ha devuelto prácticamente a los niveles observados antes de la caída de Lehman Brothers. Un comportamiento que, en algunos casos, obedece a la robustez de los fundamentos económicos (Asia, Latinoamérica) y que, en otros, constituye el reflejo de un menor estrés en los mercados (Europa del Este). A continuación, resumimos los elementos que pueden desempeñar un papel determinante en cada región y condicionar el comportamiento de sus divisas durante 2010.

Asia: ¿a qué ritmo se producirá el tensionamiento de las condiciones monetarias?

Asia se ha beneficiado de forma notable de la recuperación del comercio internacional, de modo que, si la reactivación (aunque lenta) de las economías desarrolladas sigue su curso, este apoyo se mantendrá e, incluso, se incrementará. La inflación también continuará incrementándose, alimentando la presión para elevar tipos de interés y retirar estímulos. Las subidas de tipos serán, en todo caso, graduales para no distanciarse en exceso de la

Fed (prevemos subidas en diciembre de 2010). Con todo, consideramos que las divisas de la región tienen margen para continuar apreciándose frente al dólar (fundamentalmente, won coreano, rupia indonesia y, con más dudas por la intervención estatal, el yuan chino).

Europa del Este: la dependencia del área euro constituye un lastre

Europa del Este plantea más dudas, fruto de la menor accesibilidad al crédito y del crecimiento débil de los principales socios comerciales (área euro) durante los próximos trimestres. El incremento del déficit público reducirá la capacidad de financiación de las empresas, manteniendo débil el ritmo de crecimiento de la inversión empresarial y retrasando la recuperación del empleo. El principal riesgo lo constituye la concentración de elecciones durante 2010: Hungría (abril), Chequia y Eslovaquia (junio) y Polonia (elecciones presidenciales en octubre). Turquía completará el calendario electoral a principios de 2011. Estos elementos dificultarán la gestión de las cuentas públicas y podrían retrasar los procesos de saneamiento del déficit público en la región. En este sentido, planteamos que existe cierto riesgo de depreciación de las divisas en los próximos meses en su cruce frente al euro.

La revaluación del yuan, otra vez a escena

Uno de los aspectos que más controversia genera al hablar de China es el régimen de tipo de cambio. Oficialmente, China abandonó el régimen de tipo de cambio fijo frente al dólar en julio de 2005, permitiendo, a partir de entonces, una apreciación ordenada de su divisa que se extendió hasta septiembre de 2008. Entonces, las expectativas de colapso del comercio internacional llevaron a las autoridades chinas a anclar de nuevo el tipo de cambio en niveles de 6,82 unidades frente al dólar.

Con la recuperación del comercio internacional y el impacto positivo sobre las exportaciones en la economía asiática, la justificación de mantener un tipo de cambio intervenido en un contexto de reactivación económica no parece tan sólida como hace algunos meses. Así, el mercado ha vuelto a descontar una revaluación de la divisa durante 2010, tras haber esperado en el punto culminante de la crisis incluso una devaluación para contrarrestar el colapso de las relaciones comerciales internacionales.

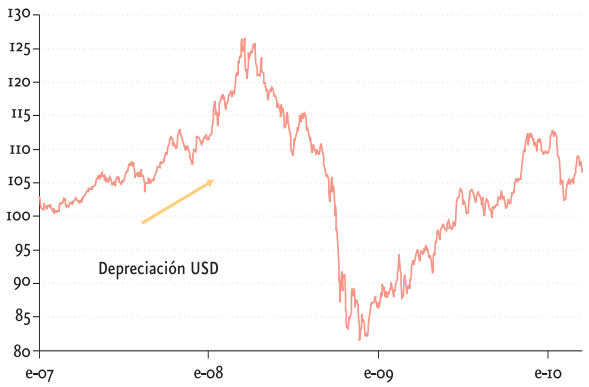
Latinoamérica: la sobrevaloración de las divisas, principal escollo

Para Latinoamérica anticipamos un comportamiento positivo en 2010, aunque los ritmos de crecimiento serán inferiores a los observados en Asia. La recuperación económica y el encarecimiento de las materias primas pueden traer consigo incrementos en la inflación y obligar a los bancos centrales a elevar tipos durante 2010. Con todo, y aunque existe presión para que sus divisas se aprecien, la elevada sobrevaloración alcanzada frente al dólar limitará el margen adicional de apreciación para los próximos meses de estas divisas ::

EMBI *spread* de países emergentes (global)

Fuente: *JP Morgan*.

Índice Afi USD vs Latoamérica



Fuente: *Afi*.

A las puertas del endurecimiento monetario en China

En las últimas semanas, los mercados financieros han vuelto a orientar su preocupación hacia China. La fortaleza de la economía y la aparición de las primeras tensiones inflacionistas, refuerzan las expectativas de endurecimiento de las condiciones monetarias en aquella economía.

Álvaro Lissón

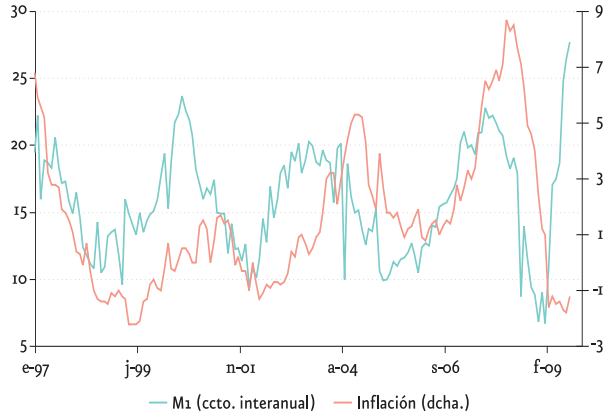
El impacto de la crisis financiera internacional en China ha sido reducido. El PIB se desaceleró, pero no entró en contracción. Desde el punto álgido del ciclo, desaceleró su avance en casi siete puntos porcentuales, desde el 13% interanual en el primer trimestre de 2007 hasta el 6,1% en el primer trimestre de 2009. Pero, a partir de ese momento, comenzó la recuperación. El plan de estímulo fiscal promovido por el Gobierno chino con el objetivo de estimular la inversión en infraestructuras, en torno al 15% del PIB, unido a la reactivación del comercio internacional, han contribuido a la progresiva recuperación de la actividad, con un PIB que, en el cuarto trimestre de 2009, avanzó un 10,7% interanual. Además, los primeros datos, correspondientes al primer trimestre de 2010, ponen de manifiesto una aceleración de la actividad económica, en la que el plan de estímulo del sector público continúa desempeñando un papel clave en la evolución de la inversión y en la generación de empleo. La producción industrial y las ventas al por menor han acelerado su crecimiento en febrero (por encima del 20% interanual), mientras que la recuperación de la demanda externa también está siendo significativa (las exportaciones crecen más de un 40% interanual). Adicionalmente, y en consonancia con la recuperación económica, la inflación ha comenzado a repuntar, mientras que la fuerte expansión de la oferta monetaria se encuentra en niveles preocupantes para el banco central (la M2 crece un 25,5% interanual, por encima del objetivo del banco central del 17%).

Bajo este contexto, ha vuelto a saltar a escena el posible endurecimiento de las condiciones monetarias por parte de las autoridades chinas no sólo mediante subidas de tipos de interés (el banco central ya ha comenzado a subir el coeficiente de caja), sino también a través de la posible flexibilización de la cotización del yuan. Oficialmente, China abandonó el régimen de tipo de cambio fijo frente al dólar en julio de 2005, momento en el que llevó a cabo la revaluación de su divisa y permitió una apreciación ordenada de la misma. Este movimiento se extendió hasta el segundo capítulo de la crisis financiera, en sep-

Ventas al por menor en China (tasa interanual)

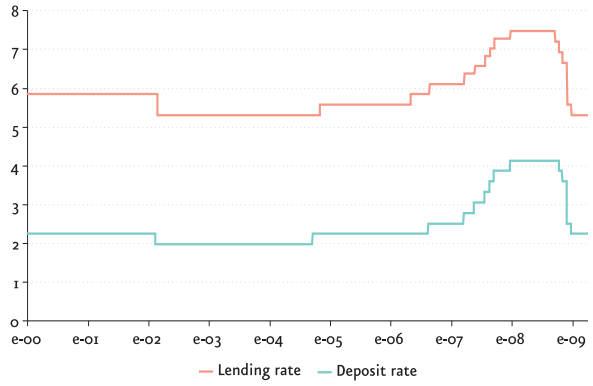
Fuente: *Ecowin*.

Inflación y M1 (tasa interanual) en China



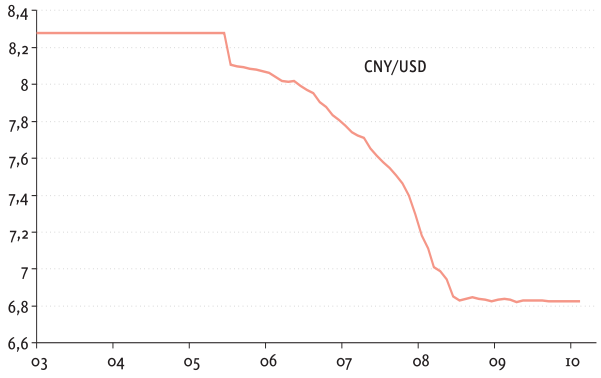
Fuente: *Ecowin*.

Tipos de interés de referencia en China



Fuente: *Ecowin*.

Cotización del yuan/dólar



Fuente: *Ecowin*.

tiembre de 2008. Las expectativas de colapso del comercio internacional llevaron a las autoridades chinas a controlar de facto de nuevo el tipo de cambio. Desde entonces y hasta la fecha, el yuan cotiza en torno a 6,82 unidades frente al dólar. Pero, con la recuperación económica, el mercado ha vuelto a poner en precio una posible apreciación de la divisa durante los próximos meses, algo lógico teniendo en cuenta que, con la reactivación del comercio mundial, ya no existen motivos para justificar la decisión de mantener un tipo de cambio depreciado.

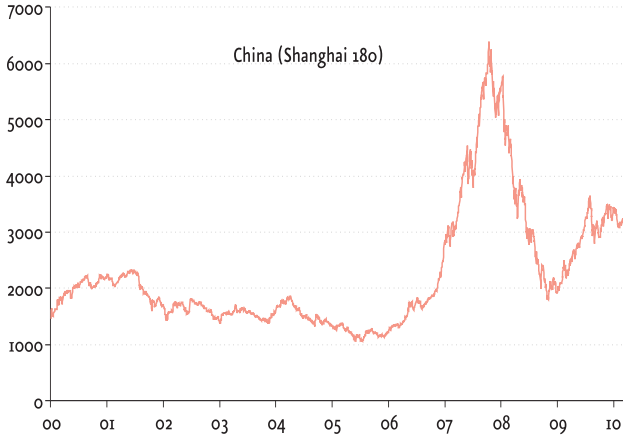
Existe consenso en el conjunto de organismos internacionales que hacen previsiones para la economía china a la hora de estimar que la recuperación económica será especialmente intensa durante 2010, con avances del PIB en torno al 10%, y que, a partir de entonces, el ritmo de crecimiento irá descendiendo de forma gradual hasta estabilizarse en tasas de crecimiento del 8% a partir de 2012. Teniendo en cuenta que el objetivo del paquete de estímulo público ha sido impulsar la inversión en infraestructuras, a medio plazo, no contribuirá a reducir los actuales desequilibrios internos de la economía china, sino más bien todo lo contrario. Incluso asumiendo un escenario en el que el consumo podría crecer con solidez, la tasa de crecimiento extremadamente alta de la inversión en activos fijos implica que la ya baja proporción de consumo privado en el PIB será aún menor en próximos años.

La reducción de los desequilibrios internos y externos parece ser el reto fundamental al que debe hacer frente la economía china en el medio y largo plazo. La necesidad de crecer vía sector exterior de China, y, en general, de los países asiáticos, ha necesitado mantener sus divisas en niveles competitivos por parte de sus respectivos bancos centrales, que no han dejado de intervenir en los mercados cambiarios para conseguirlo. Además, aunque pueda haber un cambio en el modelo de crecimiento de China hacia un crecimiento más basado en consumo interno y menos en exportaciones, este hecho debería producirse de forma muy gradual y no en el corto ni medio plazo ::

Evolución reciente de las Bolsas asiáticas

El posible enfriamiento de la economía china, derivado de un tensionamiento de sus condiciones monetarias, ha impactado sobre su mercado bursátil y ha tenido un contagio reducido en el resto de mercados. De hecho, el índice de referencia chino lidera las caídas en Asia, con un descenso del 7% en el año, lejos de la ligera corrección del índice indio (-1,7%) o de las ganancias que experimentan el Nikkei japonés (+1,1%), los índices de Indonesia (+5,5%) o Malasia (+3,8%). En nuestro modelo de asignación regional de mercados emergentes (Afi Country Model), China sigue apareciendo en zona de sobrepondaración, alcanzando una elevada puntuación tanto por fundamentales macro como por criterios de valoración. No obstante, el posible endurecimiento de las condiciones monetarias, y su potencial impacto sobre la economía, podría generar volatilidad en las cotizaciones. Éste es uno de los motivos por los que, en nuestro *asset allocation* recomendado para el mes de marzo, hemos decidido reducir su peso en la renta variable, aunque continuamos sobreponderando los mercados asiáticos.

Índice bursátil chino



Fuente: *Ecowin*.

Cuadro de mando

Financiero

Miguel Arregui

Los mercados reaccionan
de forma positiva a los avances en Grecia

Puntos destacados

• Las tensiones generadas en el frente de riesgo soberano, con epicentro en Grecia, se diluyen con la retirada del *credit watch* negativo sobre la deuda de este último por parte de S&P (que mantiene el *outlook* negativo) y los planes de ajuste y consolidación fiscales planteados por el Gobierno griego.

• El diferencial promedio núcleo-periferia entre Estados soberanos UME se reduce desde los 85 puntos básicos (pb) de hace un mes hasta los 60 pb actuales.

• Apertura del mercado de emisiones, caracterizada por el incremento en el volumen de operaciones y la mayor versatilidad en las fórmulas de colocación. Intensa actividad no sólo en agentes públicos, también en empresas financieras y no financieras.

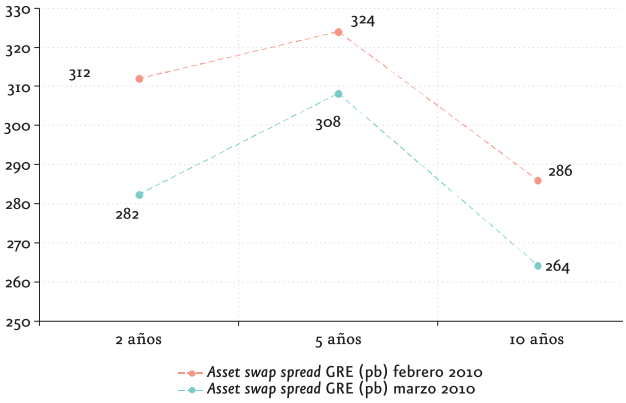
• Menor aversión al riesgo en mercados, que es capitalizado por el euro, uno de los principales damnificados por la corriente de castigo a los diferenciales soberanos UME. El tipo de cambio dólar/euro, en 1,38.

• Banco Central Europeo y Reserva Federal mantienen su discurso en política monetaria. Retirada gradual de los programas extraordinarios de liquidez (medidas no convencionales) y sin subidas de tipos de interés en el horizonte más cercano. Los mercados comienzan a desplazar hacia 2011 el primer movimiento al alza en los tipos de intervención.

Después de varios meses de fuerte incremento en la percepción de riesgo soberano, los últimos acontecimientos que han envuelto a Grecia en lo que respecta a los planes de consolidación fiscal planteados, las posibles medidas de ayuda y la confirmación de su *rating* por parte de S&P han contribuido a aliviar parte del incremento de diferenciales de su deuda soberana.

En las últimas semanas, los *spreads* de Grecia frente a la curva *swap* y a otros Estados soberanos se han relajado de forma significativa, en especial en el tramo corto, síntoma de la incipiente normalización de las condiciones de mercado.

Asset swap spread de Grecia (pb) a diferentes fechas

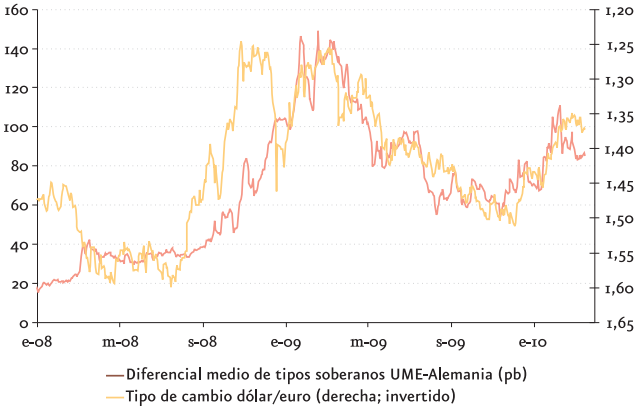


Fuente: *Afi a partir de Bloomberg.*

El euro ha canalizado, en forma de apreciaciones con los principales cruces, la reducción de volatilidad en los mercados de deuda pública y la menor aversión al riesgo observada en el seno de las economías periféricas del área euro.

El tipo de cambio de la divisa europea frente a sus cruces más representativos en el mercado de divisas se ha saldado con apreciaciones significativas, en especial, frente al dólar, contra el que el tipo de cambio se asienta ahora por encima de 1,37 dólar/euro.

Diferencial promedio de soberanos UME frente a ALE (pb) y tipo de cambio dólar/euro

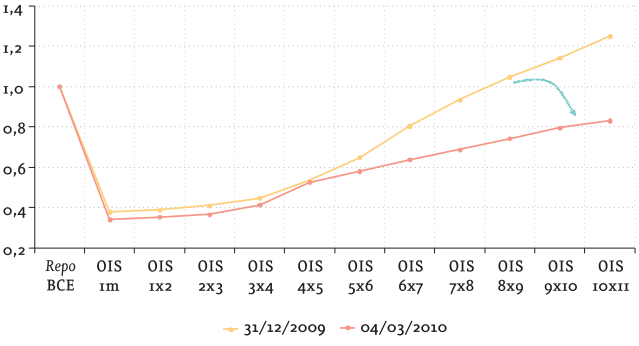


Fuente: *Afi a partir de Bloomberg.*

La combinación de un mercado laboral débil, dificultades en el acceso a la financiación y unos niveles de utilización de la capacidad productiva muy alejados de un escenario compatible con presiones sobre la estabilidad de precios mantienen la balanza de riesgo crecimiento-inflación claramente sesgada hacia la primera variable.

En este escenario, las expectativas de subidas de tipos se han desplazado en el tiempo. De cara a los próximos meses, los mercados otorgan una probabilidad reducida a una posible subida de tipos de interés en la eurozona por parte del BCE.

Expectativas de mercados sobre la evolución del tipo *repo* del BCE (OIS; %)



Fuente: *Afi a partir de Bloomberg.*

Diagnóstico de una recuperación

«Estamos bien, pero porque no estamos tan mal»

Justo hace un año, los principales índices bursátiles marcaban los mínimos de la tendencia bajista iniciada en verano de 2007. Desde los 1.800 puntos del Eurostoxx 50 o los 6.200 del Ibex-35, la revalorización se cuantifica entre un 60 y un 80% y responde a la mejora no tanto de la situación económica presente, como sí de las perspectivas a futuro. Porque, hace 12 meses, el escenario que una parte del mercado descontaba era el de una gran depresión. Pero los indicadores de actividad y sentimiento que se han ido publicando desde entonces, junto con las señales que proceden del sistema financiero, han permitido descartar el riesgo de «colapso».

Ahora bien, que se haya evitado el peor escenario posible no significa que el entorno que podamos anticipar para los próximos meses sea positivo. A modo de trabalenguas: «estamos bien, pero porque no estamos tan mal». Así, a la espera de la publicación de los PIB del primer trimestre de 2010 (el primero en hacerlo será China y posiblemente sorprenda al alza), se confirma la recuperación de la economía mundial, aunque con varias características claves. La primera es que ha estado muy apoyada por los estímulos tanto fiscales como monetarios. La segunda es que está siendo, y será, lenta, con un período prolongado de crecimiento por debajo del potencial y con riesgos de recaída (todavía no se crea empleo), sobre todo si las agencias de *rating* y los mercados obligan a los Estados a reconducir sus déficit públicos. En tercer lugar, se confirma que la recuperación está siendo muy desigual por países, en función de variables como el nivel de endeudamiento (tanto privado como público) y de la situación del mercado inmobiliario, destacando positivamente los emergentes, en especial Asia y Latinoamérica. Por último, la recuperación económica se está produciendo en ausencia de riesgos para la estabilidad de los precios.

En este contexto de débil crecimiento y sin presiones inflacionistas, los bancos centrales están aplazando o reduciendo la retirada del denominado *quantitative easing*. Sin impacto directo en la «economía real» (el crédito no se ha beneficiado del aumento de la liquidez aportada por los bancos centrales), sí lo tiene de forma indirecta por el efecto depresor sobre las curvas de tipos de interés y sobre los diferenciales crediticios. Es buena noticia, por tanto, para la renta variable que los bancos centrales no eliminen la política monetaria tan expansiva, ya que puede permitir mantener los actuales niveles de valoración de las cotizaciones. Ahora bien, para asistir a alzas superiores al 10%, es necesaria una mejora en el ritmo de la recuperación (que sorprenda al alza), escenario que no compartimos. También el mercado de renta fija se ha beneficiado de la actitud más laxa de las autoridades monetarias y, tras la ralentización en febrero, en las últimas sesiones hemos asistido a una gran actividad del primario tanto de Gobiernos como de *corporates*, con una excelente acogida por parte de los inversores (los niveles de rentabilidad se mantienen reducidos y los diferenciales han caído) ::

Eurostoxx 50

Fuente: *Bloomberg*.

David Cano es socio de Afi y Director General de Afinet Global, EAFI.
E-mail: dcano@afi.es

Grecia y el FMI

«Los países del euro consideran una humillación que uno de sus miembros acuda en petición de ayuda al FMI»

La crisis de la deuda de Grecia ha llevado al Eurogrupo a apoyar un paquete de ayudas encabezado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), pero complementado, en su caso, por contribuciones bilaterales de los países miembros de la zona del euro. Previamente se desarrolló un debate interesante sobre en qué medida debía estar involucrado el FMI o debían resolverse los problemas dentro de la UE. A favor de la primera opción se ha argumentado que el FMI es una institución creada para ayudar a los países en crisis, que tiene una larga experiencia en ello, que supervisa regularmente a todos sus miembros (incluida Grecia) y cuyo papel, además, se ha reforzado a raíz de la crisis mediante un significativo aumento de su capacidad de préstamo. Además, el papel del FMI como «policía malo» evitaría que el descontento con el programa de ajuste -necesariamente impopular- se vuelva contra las instituciones europeas.

Sin embargo, algunos países miembros del euro, cuya moneda aspira a competir con el dólar por la hegemonía dentro del sistema financiero internacional, consideran una humillación que uno de sus miembros acuda en petición de ayuda al FMI, con la implicación de que la política económica de uno de los socios del club quede «en manos de Washington» (por la cercanía, no sólo geográfica, que tradicionalmente ha habido entre el Fondo y el Tesoro estadounidense). Además, la posición europea en los foros internacionales (G-20, FSB, el propio FMI...) puede quedar debilitada por la percepción de que la UE no es capaz de resolver sus propios problemas.

Finalmente, ha prevalecido una posición pragmática, que habrá que ver cómo se traduce en la práctica, ya que el programa de ayuda a un miembro de una unión monetaria, cuya moneda es utilizada como reserva internacional, abre un territorio inexplorado para el Fondo. El FMI, en teoría, no puede financiar, de acuerdo con su convenio constitutivo, a países cuya deuda es insostenible. Si el problema es de solvencia, y no de liquidez, lo pertinente es reestructurar la deuda, ya que un paquete de ayudas no haría más que aumentar el endeudamiento y desplazar a unos acreedores por otros (dado el papel de acreedor privilegiado del Fondo). Estos debates se plantearon con crudeza con ocasión de la crisis argentina, en la que la cuestión clave era determinar en qué momento la deuda era insostenible y no tenía sentido continuar con el apoyo del Fondo.

En la práctica, la distinción entre problemas de liquidez y de solvencia es tenue, pero para países que forman parte de una unión monetaria existe una presunción de que los problemas de financiación de la deuda pública tienen un trasfondo de solvencia, puesto que el país no dispone de política monetaria, ni de tipo de cambio, ni puede devaluar, ni utilizar los mecanismos habituales para afrontar una crisis de liquidez. Por ese motivo, los programas del FMI normalmente tienen como contrapartida al banco central. Pero, en este caso, resulta difícil argumentar que un banco central miembro del Eurosistema -que emite una moneda de reserva internacional- tiene un problema de liquidez.

Por todos los motivos señalados, la actuación del FMI en Grecia requerirá una interpretación flexible de sus estatutos, que es posible si hay voluntad política, pero que abre un terreno inexplorado a la actividad del FMI ::

Santiago Fernández de Lis
es socio-director del Área Internacional de Afi.
E-mail: sfernandezdelis@afi.es

David Robillard

MANAGING DIRECTOR DE KROLL

«Una de las moralejas de esta crisis es que, en cualquier actividad empresarial, siempre se ha de tener en cuenta la seguridad como táctica básica»

David A. Robillard es consejero delegado de Kroll Associates Iberia con sede en Madrid. Con más de 15 años de experiencia en la ejecución y supervisión de investigaciones, ha ocupado cargos directivos y gestionado proyectos de consultoría en diversos países, incluyendo España, Canadá, Ghana y México. Es autor y conferenciante en temas de riesgos y de reputación corporativa, así como de inteligencia competitiva. Tiene un máster en Dirección Internacional por el Instituto Tecnológico Autónomo de México y una licenciatura en Sociología por la Universidad Carleton de Canadá. Asimismo, es presidente del Comité de Ética del Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo de México.

Reducir los peligros potenciales, resolver problemas y capitalizar oportunidades, tres objetivos tan concisos como ambiciosos que resumen a la perfección la razón de ser de Kroll, líder mundial en la consultoría de riesgo. David Robillard, *managing director* de Kroll, recibió en exclusiva a *Empresa Global* para hablarnos de estos y otros muchos temas.

Carlos Sánchez Ponz

Breve historia de la empresa

Con presencia en casi una treintena de países y más de 35 años de experiencia a sus espaldas, Kroll ha sabido dar un paso adelante en el convulso ciclo económico que lleva afectando a las finanzas del planeta desde el verano de 2007, ofreciendo una amalgama de servicios de altísima calidad en ámbitos como la inteligencia empresarial, la gestión de crisis, la recuperación de datos o la verificación de antecedentes. Todo ello ha proporcionado a los profesionales de Kroll una visión única y muy completa de los cambios que se han producido en las estructuras económicas, políticas y empresariales, y, sobre todo, una perspectiva inmejorable del mundo una vez que la situación se haya estabilizado.

Explíquenos qué ha podido motivar la crisis actual en pocas palabras

Hemos disfrutado de una situación de excesiva abundancia a lo largo de los últimos años en torno a la idea del crecimiento constante de la economía, olvidándonos de un concepto macroeconómico esencial: a lo largo del tiempo se producen ciclos en los que se alternan los períodos de subida con los de bajada. Todas las fases buenas tienen que llegar a su fin natural. En la actualidad, el rompimiento de la bonanza en la que estábamos instalados ha generado una crisis de valores que ha rasgado el pacto social entre patrones y empleados. Es decir, hemos perdido ese concepto del siglo XX sobre el pacto social con el empleado. Las grandes empresas han aumentado de tamaño de forma tan desmesurada que han perdido su enfoque de lo que implica crecer, perdiendo en el camino calidad en su producción y, sobre todo, provocando un grave desequilibrio en su reputación.

¿Qué ha cambiado en el mundo a lo largo de los últimos meses?

Las empresas han aprendido a cuidar más los activos intangibles, es decir, las ideas y diseños, pasando a tener la información como eje sobre la que basar las relaciones con su

clientela. Es tan competitivo el marco industrial que ahora somos mucho más cautelosos en la transmisión de información por culpa de la excesiva desconfianza que hay. De hecho, algo tan habitual como una carta de confidencialidad está cada vez siendo más difícil de poder cumplir ante la gran cantidad de sistemas que hay para poder eludir todo tipo de barreras. Ahora que la recesión ha provocado que baje la marea en muchos segmentos de la economía, es cuando nos estamos dando cuenta realmente de los fallos del sistema.

¿Por qué da la impresión de que ahora se detectan más casos de fraude?
Hoy en día es más fácil detectar los fraudes porque hay menos facturación. Antes, al haber más volúmenes de facturación, eran más complicados de detectar. Por otro lado, los negocios están en la actualidad mas tecnificados y jurisdiccionalizados, lo que que provoca una mayor dificultad en su control.

Uno de los servicios estrella de Kroll es el de inteligencia empresarial. ¿En qué consiste?
La inteligencia empresarial puede estar relacionada con varias materias, aunque, a grandes rasgos, lo que se demanda es el conocimiento del socio, la *due dilligence* reputacional y la mayor información y transparencia en las empresas de capital riesgo. La inteligencia empresarial es un concepto que se utiliza mucho en el mundo de la empresa en la actualidad. Yo diría que es básico a día de hoy si se quieren tomar buenas decisiones. De hecho, la demanda que recibimos por este servicio no ha dejado de crecer a pesar de la coyuntura. Sucede algo parecido en relación con la planificación de crisis. Una de las moralejas de lo vivido en estos últimos dos años es que, en cualquier actividad empresarial o financiera, se debe seguir la seguridad como táctica básica. No basta con ser capaz de afrontar una contingencia si se produce, sino que hay que tenerla preparada y planificada, ya que un desastre puede provocar que se pierda información de incalculable valor en cuestión de horas.

¿En qué consiste su labor auditora y cómo ayuda eso a la toma de decisiones por parte de una empresa?
Antes de dar luz verde a la adquisición de una empresa, Kroll entra en juego para explicar qué representan exactamente los números que presenta dicha compañía y si existen los activos que aparecen en los balances de la empresa. Nuestro objetivo es valorar bajo parámetros objetivos la calidad de los activos, así como de las personas y sus relaciones a nivel moral. Desde Kroll intentamos responder a nuestro cliente sobre el efecto real de la compra de algo, valorando la facturación de una empresa como elemento para conocer de verdad su interior. Es decir, nos dedicamos, por decirlo de alguna manera, a diseccionar y detectar las potenciales amenazas en las actividades empresariales de una entidad. Revelamos la realidad que hay detrás de las cifras como labor complementaria a la del auditor contable.

¿Qué tipo de compañías solicitan sus servicios?
La mayoría de nuestros clientes son empresas medianas y, sobre todo, de grandes dimensiones, que están afrontando cambios en sus negocios, como procesos de expansión internacional, y que requieren de una opinión independiente y contrastada que avale la toma de sus decisiones. Nuestra tarea es la de dar al cliente una información única e independiente.

¿Hacia dónde ha evolucionado su negocio? ¿Qué cambios se han producido en los últimos años?
El principal es que la figura de las empresas de capital riesgo han entrado conformando un nuevo y definido perfil. Además, tenemos un mayor número de clientes en forma consorcio que hace 10 años, cuando básicamente solían ser sujetos únicos. En general, puede decirse que las necesidades de inmediatez por parte de nuestros clientes han crecido mucho, dado que las empresas de capital riesgo deben tomar decisiones muy rápido si no quieren desaprovechar las oportunidades de unos mercados cada vez más competitivos.

¿Han notado ustedes un cambio en la forma de funcionar entre las empresas estadounidenses y las europeas?
Si tengo que responder rápidamente, diría, sin lugar a dudas, que no. Dentro de la Unión Europea hay muchos estilos empresariales. Sin embargo, creo que tanto las compañías del Viejo Continente como las estadounidenses tienen el mismo grado de dinamismo. En cambio, sí creo que la llegada en serio de nuevos países competidores va a provocar un cambio muy alentador en el mercado dentro de los dos próximos años.

¿Qué cabría decir de las empresas españolas?
España destaca en los segmento de banca, energía e infraestructuras. Creo que la gran aportación de las empresas españolas al mundo de la empresa global es su capacidad de flexibilidad y adaptación para acometer la internacionalización a Latinoamérica, donde han conseguido el liderazgo indiscutible en muchos sectores, desbancando a grupos estadounidenses.

Por último, háblenos de la importancia de la apuesta por la innovación en Kroll, que es, sin duda, una de las claves de su éxito
La tecnología para Kroll es fundamental. Un alto porcentaje de nuestros ingresos anuales se destinan a la I+D+i. Hemos invertido en dos áreas principales: la verificación e investigación de antecedentes profesionales *(background screening)* y la informática forense *(computer forensics)*. La apertura legislativa en muchos países nos hizo darnos cuenta de lo importante que es estar al albor de la innovación tecnológica, ya que toda la información en la actualidad se localiza y se almacena en formato digital. Algunos dicen que es un mercado demasiado abierto. Lo aconsejable sería encontrar un equilibrio entre la necesidad de conocer por parte de los servicios jurídicos y la de proteger sus datos de los empresarios ::

La comunicación interna, una necesidad estratégica

La necesidad de comunicación en una organización se ve reforzada cuando observamos las múltiples ventajas que se derivan de ella, tanto para la organización como para las personas. No se trata solamente de «contar» qué pasó, qué se va a hacer, cómo y cuándo, sino de captar la atención y la confianza de la gente, involucrarla en lo planeado. Es un elemento activo de la estrategia que, en ocasiones, no somos capaces de utilizar bien no por falta de canales, sino por propia cultura empresarial.

Yolanda Antón

La comunicación interna en la empresa es la comunicación dirigida al trabajador y debe considerarse como una herramienta que, por una parte, permite prevenir y solucionar problemas y, por otra, permite alcanzar objetivos, tanto operativos (saber hacer una determinada tarea, coordinar trabajos, etc.) como motivacionales, con efectos sobre el comportamiento del personal.

El estilo personal de un líder, sus actitudes o aptitudes, están influidos por la cultura de la empresa, de ahí que el análisis de la comunicación no pueda prescindir de un estudio de las variables culturales. La cultura es el patrón de comportamiento de la organización, es un marco referencial y, como tal, moldea el resto de las actividades, entre ellas la forma en que nos comunicamos.

La solución no está en editar una revista (por buena que sea), ni montar una intranet o propiciar varias reuniones semanales. Si no se atacan los problemas de base (falta de confianza, de coherencia, etc.), todo mensaje será inútil e, incluso, contraproducente.

De esto se deduce la importancia de separar «herramienta de comunicación» y «comunicación en sí misma». Hacer mucha y buena comunicación interna no es hacer muchas y buenas herramientas. Y, si bien

está claro que, para gestionar la comunicación interna, necesitamos medios de comunicación, su eficacia siempre va a estar supeditada a la cultura que sirve de base a esos mensajes.

Es fundamental separar la herramienta de comunicación de la comunicación en sí misma. Lo importante no es el medio, sino el mensaje

A continuación, de forma esquemática, repasamos los factores que pueden llevar al fracaso de la comunicación interna.

Falta de coherencia y credibilidad

- No se cumple lo que se promete.
- No hay coherencia entre lo que la empresa dice puertas afuera y puertas adentro.
- Los mandos no dicen lo que piensan y no hacen lo que dicen. No se predica con el ejemplo.
- Hay distintas versiones sobre los hechos y no se realizan las aclaraciones oportunas.
- Se duda de la honestidad, de la ética y de la forma de hacer negocios de la empresa.

Cultura basada en el secretismo

- La empresa se guarda información, no comunica todo lo que debiera.
- La dirección cree que, cuanto menos sepa el empleado sobre la marcha de los negocios, mucho mejor (salvo cuando a la empresa le va mal).
- La información no llega en tiempo y forma.

Liderazgo negativo

- El líder cree que hablar es comunicarse y no asume la comunicación con su equipo como una responsabilidad inherente a su tarea.
- La empresa y sus líderes no comunican, informan. Creen que lo importante es lo que uno dice y no lo que el otro entiende.
- El líder no conoce a su receptor ni le interesa conocerlo.

Mal manejo del poder

- Dado que la información es poder, se reserva información para acumular poder.
- Los mandos medios filtran la información.
- Se utiliza la comunicación interna como herramienta de manipulación o de maquillaje.

Mala estructura organizacional

- La estructura es vertical y autoritaria.
- Es burocrática, impide la comunicación rápida y eficaz.
- La estructura deforma la comunicación en cada escalón.
- No es permeable a la información.

Se subestima al personal

- La empresa considera que el empleado tiene que hacer lo que uno le pide y nada más. Cree que su opinión no es valiosa.
- No se escucha al personal, sus dudas, problemas e ideas.
- Tampoco se incentiva la participación, motivación o integración.

Falta de confianza en la comunicación

- La empresa no cree que la comunicación interna sea una herramienta de gestión estratégica y la ve más como un símbolo de modernidad o una acción de *marketing* dirigida al público interno.
- Se cree que la comunicación interna es un coste, no crea valor.
- Los líderes ven la comunicación como un fin en sí mismo y no como un medio para alcanzar otros fines. Se confunde la comunicación con las herramientas de comunicación.
- Se cree que la comunicación interna es responsabilidad del departamento de comunicación interna y no de toda la empresa.

Falta de credibilidad, de coherencia, abuso del secretismo, liderazgo negativo... Son elementos que llevan al fracaso de la comunicación interna

Tengamos siempre en cuenta que la presencia física sigue siendo el mejor vehículo de comunicación interna, a pesar de los avances tecnológicos. Una comunicación interna es bidireccional o no será comunicación, porque los trabajadores son una fuente informativa de primera magnitud ::

Gestionar la reputación en internet

Un proceso de selección profesional, la búsqueda de un nuevo proveedor o la comprobación de las referencias de un posible socio son sólo algunas de las situaciones en las que internet puede desempeñar un papel determinante, según la cantidad y el tipo de información que ofrezca sobre nuestra persona o empresa.

Álvaro Martín Enríquez

La gestión de la reputación en internet adquiere mayor relevancia a medida que la información disponible en la red se multiplica. Sin embargo, no se trata sólo de una cuestión de exceso de información, sino, fundamentalmente, de diversidad y control de las fuentes. Hoy en día, es habitual que los departamentos de recursos humanos de las empresas complementen la información del *curriculum vitae* con una búsqueda somera en internet, que, en ocasiones, revela detalles privados que el candidato no desearía que cayeran en manos de su potencial empleador. Una foto en actitud comprometida subida por algún amigo, un comentario poco respetuoso en un *blog* o la ostentación de determinadas filiaciones en una red social podrían tener consecuencias negativas para el aspirante.

Ante esta situación, algunas empresas ofrecen ya servicios especializados de mejora y gestión de la reputación en internet. Sin necesidad de llegar al apoyo profesional, el principio de prudencia debería ser la base del comportamiento en la red, entendiendo que perderemos el control de nuestra información a partir del momento de su publicación. En este sentido, diversos organismos públicos y privados han lanzado recientemente en Francia el juego 2025 Ex machina, en el que se muestra a los jóvenes qué repercusiones futuras puede tener su comportamiento en la red. Lejos de demonizar las redes sociales, el juego apuesta por un uso responsable de las opciones de privacidad, combinado con una buena dosis de sentido común.

Otro punto importante es la proactividad en el suministro de información relevante sobre nosotros. Una primera opción sería crear un *blog* o página web personal, pero existen opciones más sencillas, como el registro de dominios «.tel» (introducidos a finales de 2008 con el objetivo de crear fichas personales de contacto) o, quizá la opción más accesible, crear un perfil en una red social profesional como Linkedin o Xing. La información pública que tengamos en nuestro perfil será indexada por buscadores como Google o Bing, obteniendo un buen posicionamiento cuando alguien introduzca en ellos nuestro nombre.

En el caso de las empresas, la gestión de la reputación es más compleja e incluye la transparencia en la información y la adecuada gestión de las críticas. La información oficial de nuestra página web no siempre tendrá el posicionamiento óptimo y, cuando seamos objeto de comentarios negativos en medios sociales (foros, *blogs,* comunidades, redes…), éstos destacarán entre los resultados de búsqueda. Para estas situaciones, el *blog* especializado Mashable ofrecía hace poco algunas claves de actuación. En primer lugar, proponían clasificar el tipo de crítica según sea un verdadero problema con nuestros productos y servicios (nos expone, pero puede servir para mejorar), una crítica constructiva (con una propuesta práctica), un ataque merecido (expresando el enfado ante algún fallo de nuestra empresa) o un *troll* (ataque sin motivos directos). A partir de ahí, llega la decisión sobre cómo actuar en cada caso, siempre con una actitud positiva que no agrave las cosas. Cuando recibamos quejas por problemas o críticas constructivas, lo aconsejable es responder para fortalecer el vínculo con el cliente, aunque no siempre estemos en disposición de corregir el problema. Algo similar ocurre con los ataques merecidos, aunque las formas no sean las adecuadas. Los expertos únicamente recomiendan no ofrecer respuesta a los *trolls* o a quienes envían *spam,* puesto que no responden a problemas reales con nuestros productos o servicios ::

Saldos ociosos ¿o no tanto?

Los activos líquidos que mantienen las empresas en sus balances ya no son considerados tan «ociosos» como en la fase de crecimiento de la economía. La crisis actual ha venido a dotarles de una consideración positiva entre analistas, directivos, accionistas y otros agentes.

Javier López Somoza

La función de tesorería ha adquirido una gran relevancia durante la actual crisis. En general, *cash is king* es un lema de las épocas de recesión, en donde poner el foco en la caja y no tanto en el margen puede suponer la diferencia entre la supervivencia de la empresa o la entrada en situaciones de insolvencia de las que es muy complicado salir, como vienen a demostrar los hechos, ya que un elevado número de los concursos de acreedores finalizan con la defunción de la empresa (únicamente en torno a un 2% logra superar el concurso). Pero quizá, en esta crisis, la preeminencia de la administración del efectivo, con una gestión más activa que evite los déficit de caja, ha sido más evidente, pues no en vano la crisis económica ha coincidido con una crisis financiera (más bien, precedió y fue causante en gran medida) que prácticamente secó el flujo de nuevos créditos hacia las empresas.

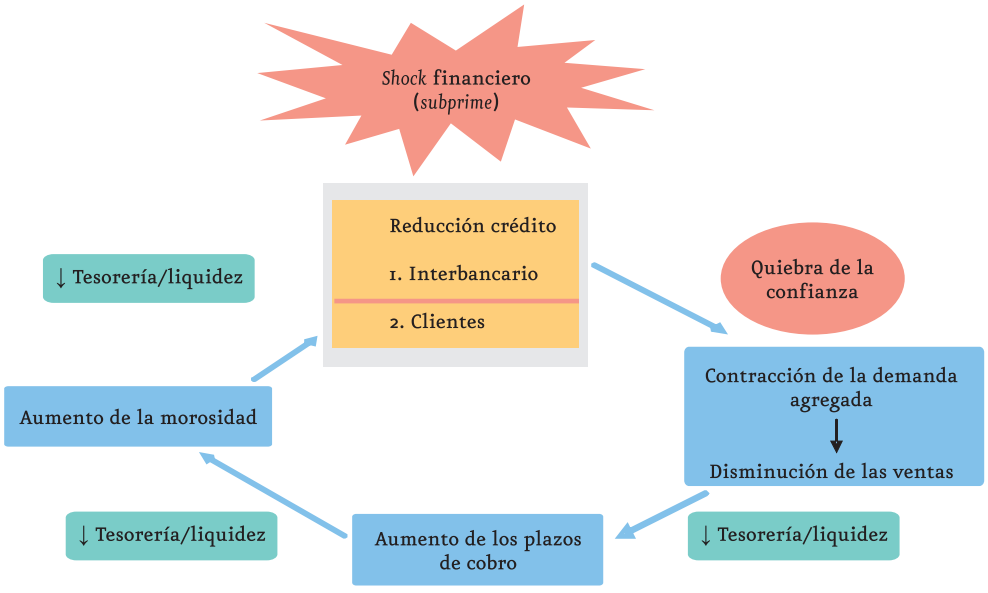
Quizá de entre las amplias y, en muchos casos, difusas funciones de la dirección financiera de una empresa sea la de tesorería la que presenta más dispersión y, sin embargo, la que menos recursos a su disposición encuentra o la que menos atención recibe por parte del equipo directivo de las compañías. Los directores financieros están volviendo a descubrir la potencia de la función de tesorería y ésta es una de las grandes lecciones de esta crisis.

Descubrir una nueva fuente de liquidez es como encontrar oro

La necesidad de una gestión activa de la liquidez es más grande que nunca. El riesgo de contraparte ha aumentado significativamente, por lo que cualquier operación, mínimamente significativa, debe ser analizada cuidadosamente bajo un criterio de caja, incluso superponiéndose, como decíamos anteriormente, a otros factores como la rentabilidad o la relación con el cliente o proveedor. Algunas recomendaciones básicas para la mejora de la liquidez de la empresa podrían ser las recogidas en el recuadro «Recomendaciones para mejorar la liquidez».

Las dificultades de liquidez por las que están atravesando actualmente las empresas son tan importantes que se trata de un tema que ha sobrepasado la esfera de la política de cada una de ellas y, no en vano, se configura como una de las medidas estrella para la salida de la crisis. La propuesta de pacto que el Gobierno presentó recientemente a los grupos políticos, recogía una medida en este sentido cual era el establecimiento de un plazo de pago máximo de 30 días para los pagos de las Administraciones públicas y de 60 días para el pago a las pymes y autónomos por parte de las grandes empresas.

El proceso de contracción de la liquidez en la actual crisis



Fuente: *elaboración propia.*

Recomendaciones para mejorar la liquidez

- Establecer responsabilidades y políticas claras para las decisiones, tanto de cobros como de pagos, que permitan ordenar los flujos y facilitar la planificación de las necesidades de efectivo.
- La planificación de la tesorería debe realizarse con carácter semanal y con revisión diaria.
- Intentar reducir el ***working capital***
  - Revisar las políticas de ***stock*** para evitar los almacenamientos innecesarios, tanto en la fase de aprovisionamiento como de producto terminado.
  - Establecer políticas comerciales sostenibles para reducir el desfase temporal entre los pagos a proveedores y los cobros a clientes.
- En general, desprenderse de los activos improductivos o poco productivos.
- Implantar conciencia sobre todo lo anterior no sólo en el equipo directivo, sino en toda la organización.

Se incrementan los activos líquidos en el balance

En los años previos a la crisis financiera, la disposición de una gran cantidad de liquidez en la empresa se valoraba de forma negativa, debido al menor rendimiento comparado con el obtenido por las inversiones productivas. Por tanto, para los analistas financieros, una empresa con una apreciable posición de tesorería podía ser indicativo de una gestión ineficiente de activos, de falta de alternativas de inversión atractivas o, lo que podía ser más grave, de incapacidad de ideas o equipo para detectarlas. Ese exceso de tesorería podía también ser criticado por los propios accionistas pues, ante la no existencia de ventajas comparativas por parte de los gestores de la empresa en la gestión de los activos financieros, éstos, su contravalor, deberían ser reintegrados a los accionistas a través de dividendos o devoluciones de capital. Asimismo, una elevada posición de caja puede suponer un indudable atractivo para ofertas de adquisición no deseadas, en la medida en que gran parte de la operación se «pagaría» con la caja de la propia empresa.

Sin embargo, la situación puede haber cambiado en la actualidad y mantener en el balance importantes niveles de los anteriormente considerados «saldos ociosos» parece estar bien visto y puede tener, incluso, hasta su sentido.

Necesidad de mostrar un balance saneado

En la actualidad, y aun a pesar de que los tipos de interés oficiales se encuentran en mínimos históricos, es realmente imposible obtener fondos en buenas condiciones, pues los diferenciales o *spread* se han ampliado notablemente. Por ello, la disposición de un gran volumen de tesorería se observa como un signo de fortaleza. En estos momentos, los inversores están menos preocupados por el conocido como «problema de agencia», es decir, la divergencia entre los intereses de los accionistas y del *management* de la compañía, que por la posibilidad de un concurso de acreedores al no poder atender los compromisos a corto plazo.

Otro de los motivos de mantener un exceso de liquidez, muy relacionado con el anterior, se refiere a la importante contracción que han experimentado las líneas de crédito bancarias, que era una forma de asegurar la disposición de liquidez para imprevistos en los últimos años. Era una época en la que la alternativa a la liquidez era un crédito abundante y, además, barato.

Oportunidades a la vista

Si la compañía dispone de un importante volumen de efectivo puede aprovechar la coyuntura a través de las oportunidades de adquisición que se presenten. Momentos de crisis pueden ser ideales para comprar compañías que sirvan a los propósitos estratégicos y, en muchos casos, debido a las dificultades que puedan atravesar, pueden ser adquiridas a precios muy atractivos. En los últimos meses, hemos visto operaciones en este sentido, como la adquisición de la biomédica Wyeth por Pfizer o, en el mercado español, la venta por parte de SOS, necesitado de liquidez, de algunos activos olivareros.

Otra de las acciones que han llevado a cabo algunas empresas con flujo de caja holgado ha sido trabajar con su cadena de valor para fortalecer su posición en la misma e incrementar la lealtad de otros agentes. Por ejemplo, algunas empresas de distribución están apoyando a sus principales suministradores (por ejemplo, a través de la concesión de anticipos o, incluso, siendo garantes antes las entidades financieras para facilitar el descuento de efectos). Otras empresas pueden estar extendiendo sus políticas de crédito comercial a sus mejores distribuidores o detallistas, por supuesto siempre a través de un cuidadoso análisis del riesgo crediticio asumido ::

Planificación fiscal

internacional y sustancia económica

Paula Ameijeiras y Antonio Pina

Una correcta planificación fiscal internacional de las operaciones de las empresas debe tener en consideración que las operaciones deben tener sustancia económica para evitar la aplicación de las normas antiabuso.

La reciente sentencia del Tribunal Supremo de 25 de septiembre de 2009 (Rec. nº 3545/2003) ha aplicado el principio del fondo económico sobre la forma jurídica para desmontar una planificación fiscal internacional amparada en el convenio fiscal con Estados Unidos, en la que una multinacional residente en dicho país pretendía eludir la tributación sobre las plusvalías procedentes de la venta de su filial en España mediante el troceo de su participación en porciones inferiores al 25%, umbral que el citado convenio de doble imposición establece como límite para atraer la tributación a Estado de la fuente, en este caso, España.

Fuera de lo anecdótico del caso particular, la sentencia nos recuerda ese principio fundamental del derecho de que «el papel no lo aguanta todo». En fiscalidad internacional, la mayoría de las legislaciones de los países de la OCDE incluyen, con distintas denominaciones y alcances jurídicos, normas antiabuso genéricas destinadas a perseguir los denominados *tax-shelter* o planificaciones fiscales abusivas.

En este sentido, se debe distinguir entre tres niveles distintos:

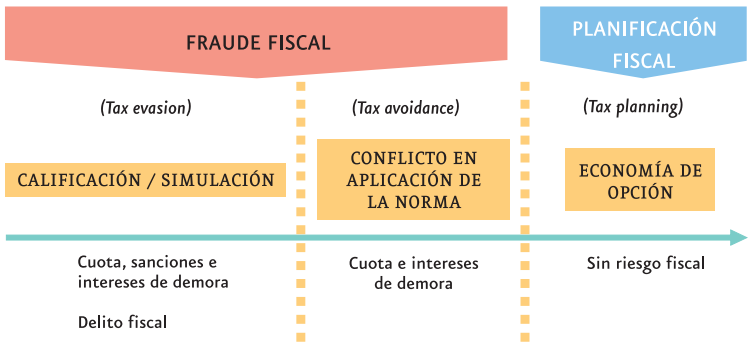
1. *Tax evasion* o evasión fiscal. Consiste en una violación, más o menos encubierta, pero flagrante, del literal de la norma fiscal mediante la ocultación de rentas o la invención de gastos ficticios con facturas falsas. Pero también incluye formas más sofisticadas, como forzar las figuras jurídicas más allá de características básicas o la simulación total o parcial de negocios jurídicos aparentes, que realmente no existen o son distintos de los realmente realizados, pero que se declaran a Hacienda para reducir o evitar el pago de impuestos. Estas situaciones dan generalmente lugar a regularizaciones por parte de las Administraciones tributarias e imposición de sanciones. En algunos países, como España, pueden llegar a imponerse penas de prisión si se estima la existencia de un delito fiscal.

La planificación fiscal consiste en aprovechar la alternativa con menor coste fiscal de aquellas que tengan sustancia económica propia

2. *Tax avoidance* o elusión fiscal. Consiste en la realización de negocios jurídicos más o menos artificiosos, totalmente reales, que respetan el literal de la norma fiscal, pero violan su espíritu o finalidad. Se trata de los agujeros o lagunas en la normativa fiscal, que permiten realizar operaciones válidas sobre el papel, pero que carecen de *economic substance*, más allá de la reducción en el pago de impuestos. Son las operaciones que mayor conflictividad generan en los tribunales y que suelen dar lugar a la regularización de la cuota y el pago de intereses de demora por parte del contribuyente.

La evasión fiscal consiste en una violación de la normativa fiscal del país y se puede perseguir incluso con penas de cárcel

3. *Tax planning*. En España es reconocido como «economía de opción» y consiste en aprovechar de las varias opciones para implementar un determinado negocio con motivo económico válido en sí mismo aquella que produzca un menor coste fiscal ::



Fuente: *elaboración propia.*

Trans-formación

«La productividad se resiente ante la insuficiente capacidad de los trabajadores para acometer tareas más sofisticadas en empresas mejor capitalizadas»

No paramos de insistir en la importancia de la formación para la adquisición y renovación por parte de los trabajadores del capital humano que sustentará la modernización de la economía española. Pero seguimos teniendo una serie de asignaturas pendientes, como la formación continua a lo largo de la vida productiva del trabajador. No están cuajando los esfuerzos, que tampoco son muchos, para conseguir que la formación en el puesto de trabajo sea una realidad en las empresas. El resultado es que el avance de la productividad se resiente ante la insuficiente capacidad de los trabajadores para acometer tareas más sofisticadas en empresas mejor capitalizadas. De hecho, esta es la combinación básica para la productividad: empresas y trabajadores dotados ambos de más capital. Otra asignatura pendiente es la formación de los trabajadores en paro para dotarles de mayor empleabilidad y batir la creciente estadística negra del paro de larga duración.

En este contexto en el que el avance de la formación en diferentes frentes es problemático, ha surgido una derivada inesperada de la mano de las propuestas, más que necesarias, para aumentar la edad legal de jubilación desde los 65 años actuales hasta los 67 años. Esta propuesta ha suscitado numerosas reacciones, algunas de ellas relativas a la eventualidad de que los trabajadores ocupados en tareas penosas para la salud deban prolongar su vida laboral. En ningún caso se trataría de prolongarla hasta esa edad de los 67 años, ya que, como mucho, se trataría de prolongar en esos dos años la edad a la que hoy se jubilan aquellas personas que tienen un régimen especial de jubilación, como los mineros o los trabajadores del mar.

Pero es cierto que este debate plantea directamente el problema de muchos trabajadores que llegan exhaustos a la edad de jubilación debido a que, a partir de cierta edad, muchas actividades comienzan a pesar en su balance de salud. Pero no todas. Por eso sería muy conveniente que, digamos, entre los 45 y los 50 años, la mayoría de los trabajadores, especialmente aquellos que desempeñan actividades penosas, pudieran elegir un período de varios meses, incluso un año sabático completo, para reorientar por completo su actividad laboral con vistas a desempeñar nuevos trabajos menos exigentes físicamente en la recta final de su vida laboral, lo que les permitiría también prolongar la edad de jubilación.

Este proceso de trans-formación de los trabajadores en la segunda mitad de sus vidas laborales podría ser una gran oportunidad para muchos de ellos y para muchas empresas también. El esquema exigiría que los trabajadores en trans-formación dejasen sus actividades laborales casi por completo durante la duración del mismo y, por lo tanto, deberían ser compensados económicamente por ello. Para financiar este esquema podría pensarse en reasignar las actuales cotizaciones sociales afectadas al capítulo formativo, reordenando esta oferta de paso, además de que la reducción de los episodios de desempleo que este esquema lograría permitiría aplicar al mismo una parte de los recursos que el SPEE ahorrase ::

José Antonio Herce
es socio-director de Economía Aplicada y Territorial de Consultores de Administraciones Públicas (Afi).
E-mail: jherce@afi.es

Coverings 2010

Del 27 al 30 de abril de 2010 tendrá lugar en el recinto Orange County Convention Center (Orlando, Estados Unidos) una nueva edición de la feria internacional Coverings dedicada al sector del azulejo y la piedra natural. Esta feria cuenta con periodicidad anual y es de carácter exclusivamente profesional. Este año la feria se celebrará en Orlando, tras llevarse a cabo en Chicago en 2009.

Los sectores convocados para esta feria por el ICEX son azulejos, pavimentos y baldosas cerámicas (para interior, exterior, paredes y suelos); piedra (mármoles, granitos, pizarras, etc.); accesorios de baño; maquinaría para industria cerámica, y complementos y accesorios para la cerámica.

A pesar de la lenta recuperación de la crisis, Estados Unidos sigue siendo el mayor importador de revestimientos cerámicos del mundo y un mercado prioritario para la exportación española. En este sentido, es destacable la importante presencia española en el mercado. En la actualidad, existen alrededor de 20 filiales implantadas y más de 100 empresas comercializando sus productos regularmente a través de distribuidores locales.

La feria estará acompañada de una serie de actividades paralelas, incluyendo una campaña de comunicación del azulejo, misiones y visitas guiadas de periodistas, cursos de formación técnicos dirigidos al canal de distribución, etc.

En la anterior edición, el pabellón español contó con la participación de 52 empresas y la superficie de la exposición de la feria fue de 45.800 m² ::

	LUGAR	FECHA	ORGANIZA
FERIAS CON PABELLÓN OFICIAL			
Transrusia 2010 Sector: transporte y logística	Moscú (Rusia)	Del 27 al 30 de abril	Contacto: Carmen García Tlf: 91 349 63 29 E-mail: carmen.gcervigon@icex.es
Salon International de L'Agriculture au Maroc, SIAM 2010 Sectores: maquinaria y componentes agrícolas	Mequínez (Marruecos)	Del 28 de abril al 2 de mayo	Contacto: Victoria Azcárate Tlf: 91 349 63 80 E-mail: victoria.azcarate@icex.es
BIO Internacional Convention 2010 Sectores: biotecnología	Chicago (Estados Unidos)	Del 3 al 6 de mayo	Contacto: Carlos Villar Tlf: 91 349 63 81 E-mail: carlos.villar@icex.es
MISIONES COMERCIALES Y PARTICIPACIONES AGRUPADAS			
Feria Internacional del Libro en Buenos Aires 2010 Sector: editores, autores, ilustradores, agentes literarios, productores de cine y televisión, distribuidores, impresores y libreros	Buenos Aires (Argentina)	Del 20 de abril al 11 de mayo	Federación de Gremios de Editores de España (FGEE) Tlf: 91 534 51 95 E-mail: comext@fge.es
Nancy Food Show 2010 Sector: alimentación y bebidas gourmet	Nueva York (Estados Unidos)	Del 27 al 29 de junio	Federación Española de Industrias de Alimentación y Bebidas Tlf: 91 349 64 90 E-mail: elvira.hernandez@icex.es
FILDA 2010 Sectores: multisectorial	Luanda (Angola)	Del 20 al 25 de julio	ASTUREX (Sociedad de Promoción Exterior Principado de Asturias) Tlf: 91 349 63 81 E-mail: carlos.villar@icex.es
OTRAS ACTIVIDADES			
Jornadas de Empresas de Economía Digital y Pabellón Institucional EXPO WEB 2.0 Sectores: nuevas tecnologías	San Francisco (Estados Unidos)	Del 1 al 8 de mayo	Asociación Española de Comercio Electrónico y Marketing Relacional Tlf: 93 240 40 70 E-mail: ctello@aecem.org
Jornadas de Presentación de Vinos y Productos Agroalimentarios en Viena (Austria) y Liubliana (Eslovenia) 2010 Sectores: vino y productos alimentarios	Viena (Austria) y Liubliana (Eslovenia)	Del 3 al 6 de mayo	ICEX Tlf: 902 349 000 E-mail: informacion@icex.es

Going for Growth 2010

OECD, 2010 | www.oecd.org

Según un nuevo informe publicado por la OCDE, Irlanda y España serán los mayores perjudicados por la crisis, ya que reducirán en 11,8 y 10,6 puntos su PIB potencial, respectivamente. Este diferencial queda explicado por el fuerte aumento del paro registrado en ambos países, que precisamente son los más expuestos a la burbuja inmobiliaria de toda Europa, frente a la caída de 3,1 puntos del conjunto de la OCDE.

El organismo reprueba a España que, a pesar de las importantes decisiones tomadas a cabo por el Ejecutivo español en productividad y competitividad, como respuesta a las recomendaciones que el organismo publicó hace un año con el objetivo de recuperar la senda de crecimiento, éste se ha mantenido inactivo en temas como la moderación salarial y los convenios colectivos, la mejora en educación y la reducción de la tasa de abandono, así como en la flexibilización del mercado laboral y el recorte de la dualidad entre los contratos fijos -para los que pide que disminuya la indemnización por despido- y los eventuales, cuyo porcentaje considera excesivo.

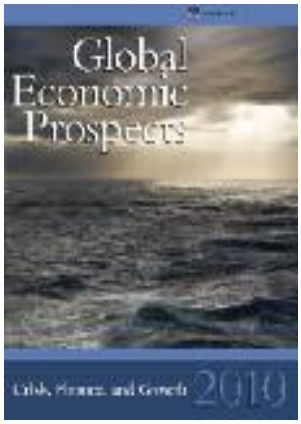
El informe indica, en cuanto al conjunto de países OCDE, que los niveles de crecimiento previos a la crisis no volverán a corto plazo. Así, augura que los 30 Estados de la organización pasarán de crecer a un ritmo medio de entre el 2 y el 2,25% anual en los siete años que precedieron a la crisis a una cifra de en torno al 1,75% a largo plazo, tras la recesión del 4% en 2009. Por países, mientras los europeos se sitúan en la zona media de la tabla, con la excepción de Irlanda y España, los menos afectados serán Japón, con un recorte de 2,1 puntos a largo plazo, y Estados Unidos, Canadá y Nueva Zelanda, todos con 2,4 puntos menos ::

La internacionalización de la empresa española: estudio monográfico sobre el entorno económico y las oportunidades de inversión en Marruecos

Fundación Real Instituto Elcano, ICEX e ICO, 2010 | www.realinstitutoelcano.org

El ICEX, el ICO y el Instituto Elcano aúnan recursos y energías, aunque la investigación corre a cargo de este último, para colaborar en la elaboración de una serie de monografías sobre distintos países con especial interés en oportunidades de comercio e inversión e impulsar así la internacionalización de la empresa española. Ya han visto la luz Turquía, la India, Rusia y México. En esta ocasión, le toca el turno a Marruecos, tras el que vendrá Brasil.

Gonzalo Escribano, su autor, analiza el entorno económico y las oportunidades de negocio en Marruecos. Contiene cuatro capítulos, en los que se da amplia información sobre la economía del país, sus perspectivas, relaciones económicas y comerciales con España y, por último, experiencias exitosas de empresas españolas en el país vecino ::



Global Economic Prospects 2010: Crisis, Finance, and Growth

The World Bank, 2010 | www.worldbank.org

El presente informe del Banco Mundial ofrece las previsiones económicas mundiales a corto, medio y largo plazo. Presenta evidencia de que el auge financiero ha desempeñado un papel fundamental en el crecimiento experimentado por los países en desarrollo entre los años 2003 y 2007. Sin embargo, afirma, las condiciones más estrictas que se van a dar en el futuro hacen esperar un crecimiento más débil en los próximos cinco a 10 años.

Así, el alto desempleo y el sufrimiento humano que la crisis ha provocado ya se están notando a gran escala: se prevé que alrededor de 64 millones de personas en todo el mundo vivan con menos de 1,25 dólares por día a finales de 2010 y entre 30.000 y 50.000 niños más podrían haber muerto de desnutrición en 2009 en el África subsahariana, lo que no habría ocurrido si la crisis no se hubiera producido.

En el medio plazo, el crecimiento económico se espera que se recupere, pero la aversión al riesgo, un ajuste necesario y deseable de las regulaciones financieras en los países con más ingresos y medidas para reducir la exposición de las economías en desarrollo a las conmociones externas es probable que hagan la financiación más escasa y más costosa de lo que era durante el período de auge ::

Supresión de los aranceles a productos textiles en Marruecos

En virtud de un acuerdo entre la UE y Marruecos, se han eliminado los aranceles a la importación de textiles procedentes de Europa en el mercado marroquí, una medida que favorece las exportaciones españolas de textiles a ese mercado, las cuales se acercaron a los 460 millones de euros en los 11 primeros meses de 2009, siendo España el primer exportador europeo de productos textiles a Marruecos. Esta supresión de aranceles afecta a los epígrafes 51 al 63 ::

Buena acogida de los productos españoles del sector agroalimentario en Japón

El mercado nipón presenta un destacado atractivo para los productos agroalimentarios europeos debido, por una parte, a unas necesidades de abastecimiento de productos extranjeros que alcanzan el 60% de los alimentos consumidos en dicho mercado y, por otra, a las características del consumidor japonés, el cual verifica una gran predisposición a probar nuevos alimentos y, además, asocia los procedentes de Europa a productos de calidad.

En este marco, productos agroalimentarios españoles, principalmente, aceite de oliva, vino y jamón, están experimentando un buen comportamiento en el mercado japonés. Las exportaciones españolas de alimentos y bebidas se acercaron a los 208 millones de euros en los 11 primeros meses de 2009, habiendo registrado un destacado crecimiento en los últimos años ::

Empresarios europeos y marroquíes buscan la mejora del clima de negocios e inversiones en Marruecos

En el marco de la I Cumbre Empresarial UE-Marruecos, empresarios europeos y marroquíes han puesto de manifiesto la necesidad de que Marruecos mejore su clima de negocios, incremente la transparencia en los procesos de licitación pública, mejore la regulación que afecta a las inversiones e implemente una reforma del sector servicios.

Asimismo, han destacado la idoneidad de la iniciativa de la Unión por el Mediterráneo para llevar a cabo proyectos conjuntos europeo-marroquíes en los ámbitos energético y medioambiental, entre otros, siendo necesario el establecimiento de un marco regulatorio que facilite el desarrollo de dichos proyectos.

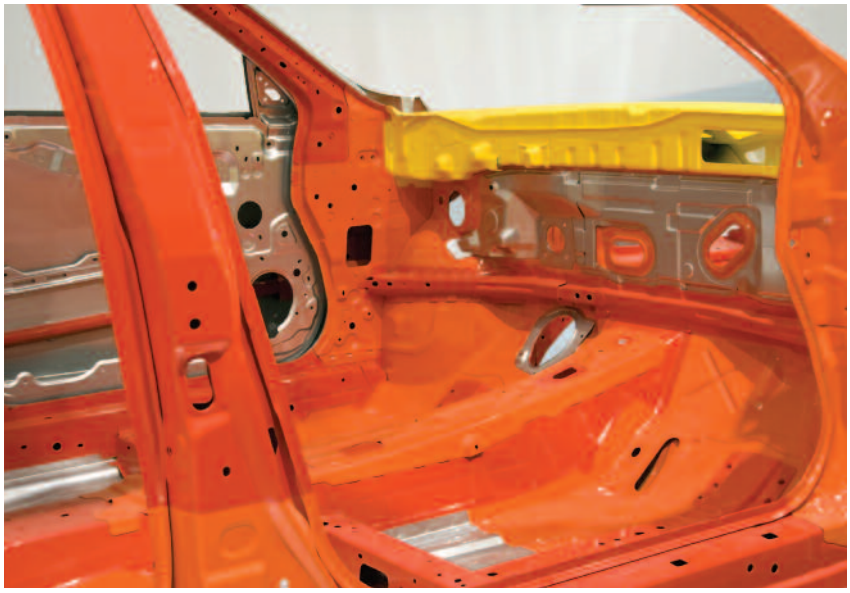
Marruecos podría situarse como plataforma para la generación de energía limpia exportable a la UE ::

La UE y Vietnam firman un acuerdo de libre comercio

La UE y Vietnam han iniciado las negociaciones para llegar a un acuerdo de libre comercio en busca de una relación bilateral privilegiada en el área comercial y de inversiones. El mercado vietnamita está abierto a la importación de automóviles, medicamentos y productos agroalimentarios, como el vino y el queso, procedentes de la UE. Asimismo, un acuerdo de libre comercio con la UE supondría para Vietnam una oportunidad para atraer productores de fuera de China con las expectativas de acceso al mercado europeo.

No obstante, la consecución de dicho acuerdo puede toparse con obstáculos en la UE, dado que, con el nuevo Tratado de Lisboa, el Parlamento Europeo, que goza de un sentimiento proteccionista y preocupación por los derechos humanos, asumiría la ratificación del acuerdo ::

La empresa de componentes Viza acompañará a Renault en Marruecos



Viza, empresa con sede en Vigo dedicada a la fabricación de componentes auxiliares para la industria automovilística, instalará una nueva fabrica en Marruecos que se estima inicie su producción a mediados de 2011. La inversión necesaria para este nuevo proyecto se calcula en torno a los 15 millones de euros.

En 2009, Viza llegó a un acuerdo con el grupo francés Renault para la fabricación en exclusiva de las armaduras de asiento del 100% de los vehículos que se fabriquen en la factoría que Renault está construyendo en Mellousa (Marruecos).

Renault tiene previsto producir en torno a 170.000 vehículos al año en una primera fase en 2012 y llegará a alcanzar una capacidad de 400.000 vehículos.

La planta marroquí de Viza realizará internamente las operaciones de ensamblaje y acabado de las estructuras, mientras que gran parte de los componentes de mayor contenido tecnológico se realizarán en la planta de Porriño, el principal centro de producción de Viza, con 500 trabajadores.

La implantación en Marruecos representa un paso más en la internacionalización de la compañía y se añade a la factoría que el grupo inauguró en 2005 en la República Checa, donde invirtieron en torno a 10 millones de euros para abastecer a empresas como Citroen, Peugeot, Renault y Toyota.

Viza está embarcada en una estrategia de internacionalización que responde a la demanda de los fabricantes de automóviles a nivel mundial, que exigen que los proveedores de piezas de gran volumen se ubiquen a corta distancia de sus plantas. La compañía tiene previsto acompañar a sus clientes con implantaciones locales manteniendo los centro de decisión y servicios de I+D+i en Galicia.

Viza es un grupo de empresas gallegas que inició su actividad en 1945, factura en torno a cien millones de euros al año y tiene una plantilla aproximada de 600 trabajadores ::

Mejor evolución de la prevista para el comercio exterior en la zona euro

El presidente del Banco Central Europeo (BCE), Jean-Claude Trichet, ha manifestado que «el comercio exterior evoluciona mejor de lo esperado». Asimismo, indicó que la recuperación de las exportaciones y determinados factores temporales, como los planes de estímulo implementados por los diferentes Gobiernos, han permitido que, tras la etapa recesiva, la zona euro registrase en 2009 dos trimestres de crecimiento real del PIB.

El BCE ha revisado sus previsiones de crecimiento económico al alza para el próximo año, dado el aumento de la actividad verificado en sectores considerados clave ::

Blanco y otras cadenas de moda españolas toman posiciones en Emiratos Árabes

La firma de moda española Blanco prepara su desembarco en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) con la próxima apertura de dos locales comerciales de Dubai, así como un tercer establecimiento en Radwa, Arabia Saudí, país donde la firma cuenta ya con cinco establecimientos.

La compañía con sede en Móstoles tiene más de 140 establecimientos en España, Reino Unido, Portugal y Arabia Saudí.

La facturación de la empresa es de 200 millones de euros, vende en torno a 20 millones de prendas al año y cuenta con una plantilla de 2.000 trabajadores.

A pesar de concentrar el núcleo de su negocio en España, la compañía está centrando sus objetivos estratégicos en ampliar su presencia en Europa y Oriente Medio.

Para dar servicio a toda la red de tiendas, Blanco cuenta con un centro de diseño ubicado en Móstoles y dos plataformas logísticas en Parla y Seseña (con una superficie total de 41.000 m²). La fabricación está externalizada principalmente en Asia.

Las aperturas de tiendas en EAU constituyen un claro ejemplo de la importancia que tiene este mercado para el sector textil actualmente. Además del caso de Blanco, otras importantes firmas españolas de moda, como Dándara o Adolfo Domínguez, han centrado sus planes de expansión en esta región. Así, Dándara tiene ya dos tiendas en Arabia Saudí y una en Qatar, mientras que Adolfo Domínguez abrió su primera tienda en Dubai el pasado año.

Los Emiratos Árabes es un mercado con una de las rentas per cápita más altas del mundo y el centro neurálgico de los negocios y las compras en Oriente Medio. El elevado poder adquisitivo de una minoría de su población, el alto nivel de consumo y el gusto por las marcas europeas hacen de los EAU y, en concreto, de Dubai un gran escaparate para la moda internacional ::

La editorial segoviana Artec entra en Rumanía de la mano de la UNESCO

La editorial Artec, especializada en la edición de libros de gran formato bajo demanda, es la primera empresa editorial española con presencia estable en Rumanía.

La compañía nació hace 16 años como resultado de la fusión entre un estudio de diseño y uno de fotografía. En 1997, consiguió el aval de la Organización de Naciones Unidas para la Educación, la Ciencia y la Cultura (UNESCO) para reproducir y editar libros sobre el patrimonio español. Este aval le permitió introducirse en otros mercados como Rumanía.

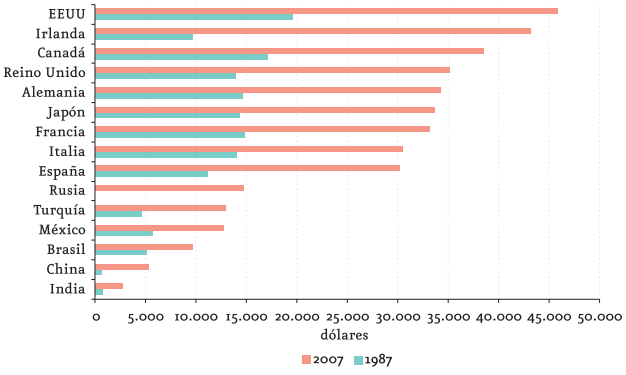
Como consecuencia de este trabajo, el Instituto Cultural rumano le encargó una colección sobre los monumentos y lugares declarados patrimonio de la humanidad en Rumanía, colección que la editorial presentó el pasado 9 de marzo. Debido al éxito cosechado con la colección, el Instituto de Cultura de Rumanía ha encargado a la empresa segoviana la edición de cinco nuevos libros sobre diferentes temas culturales rumanos.

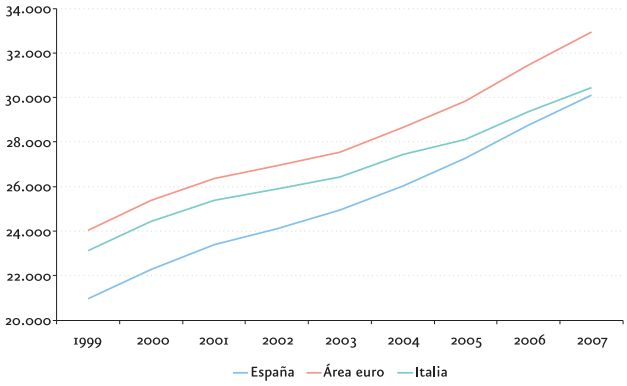
Artec se ha convertido en la empresa líder en el mercado de los libros ilustrados en Rumanía y está trabajando con y para instituciones públicas y grandes empresas del país ::

La productividad,
una pieza clave en el puzle del bienestar

Departamento de Análisis de Afi

PIB per cápita (dólares corrientes en PPA)





Fuente: *FMI*.

Una cosa es crecer y otra bien distinta es hacerlo de forma equilibrada y garantizando el bienestar futuro de la población. Cuando se desgranan las secuelas que nos dejará la crisis económica actual, además de una reducción significativa en el nivel de producción agregada que tardaremos en restaurar, se señala el deterioro de los cimientos que garantizan el crecimiento económico a medio plazo, que, a menudo, se interpreta como un menor valor de la producción potencial a futuro, como principal handicap de la recuperación y la disminución de los estándares de bienestar ciudadano como una de sus principales consecuencias.

Al margen de la radiografía que describan de ahora en adelante los indicadores más específicos de calidad de vida -riesgo de pobreza o desigualdad en la distribución de los ingresos-, la visión que nos aporte uno de dimensión más global, pero no exento de significado a la hora de cuantificar el bienestar de la población, resultará clave: la del PIB por habitante.

En más de una ocasión, hemos puesto de manifiesto lo que ha supuesto para la economía española el haber crecido a un ritmo medio superior al 3,8% anual durante la última década: mantener su participación en la producción mundial, en un contexto de injerencia creciente de las economías emergentes y convertirse en la cuarta mayor economía del área euro. Además le ha permitido avanzar en el proceso de convergencia con la media del área euro en la evolución del PIB por habitante. A finales de la década de los noventa, en España, esta ratio se situaba en 20.946 dólares, frente a los 24.040 de la media europea (un 87% de la misma). En 2007, la brecha se había reducido al 91% y era prácticamente inexistente cuando la comparativa se establecía con Italia. Este comportamiento gana relevancia si se enmarca en un horizonte temporal en el que la entrada de población inmigrante consiguió paliar los efectos regresivos de la dinámica natural y la población española se incrementó en algo más de cinco millones de personas.

En los próximos años, es muy previsible asistir a una interrupción o, incluso, retroceso en la senda de equiparación del bienestar de la población española con el de la media europea. Basta con aislar el comportamiento de la población y analizar las implicaciones que se derivan de un escenario de recuperación divergente y más favorable para el área euro. Sin el apoyo de la población inmigrante con el que contamos en los años previos, las ganancias de crecimiento por aumento de la población son mínimas. La idiosincrasia de la propia crisis ha definido el ajuste en el que se halla inmerso el mercado de trabajo como un ajuste en cantidades y apenas en precios, y recuperar el empleo perdido no va a ser asunto de un día. La ecuación la completa un tercer factor, que liga población y empleo con producción final: la productividad del factor trabajo. He aquí el quid de la cuestión: sólo incrementando la productividad, sin olvidar que existe una tarea pendiente con el empleo, podrá la economía española librar la batalla del crecimiento garante de bienestar futuro. No más demoras en esta dirección, por favor ::

Resumen mensual

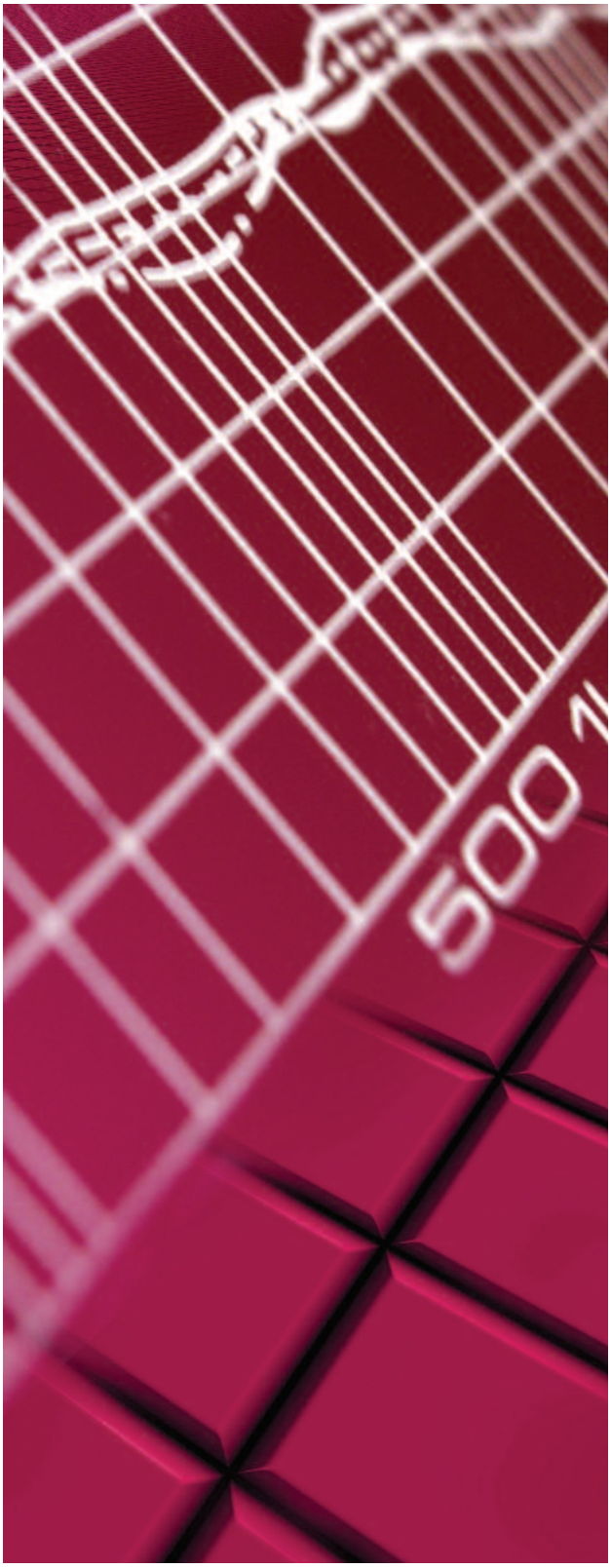
José Fraile

Índices bursátiles

La situación de eludir el peor escenario posible recientemente no significa que el entorno a medio plazo sea el más halagüeño. Hace un año, los principales índices bursátiles marcaban los mínimos de la tendencia bajista iniciada en verano de 2007, pero las perspectivas de futuro hicieron que estos índices se revalorizaran entre un 60 y un 80%.

En este contexto de débil crecimiento y sin presiones inflacionistas, los bancos centrales están aplazando o reduciendo la retirada del denominado *quantitative easing*.

David Cano



Fondos

El buen comportamiento de las Bolsas y, por ende, de los fondos de inversión ha sido generalizado a nivel global, a excepción de los mercados europeos. Eso ha provocado que en el mes de febrero los fondos que han encabezado el *performance* de la industria han sido los que se han aprovechado de la apreciación del dólar frente al euro, del incremento del precio de las materias primas y de los focalizados en renta variable de emergentes latinoamericanos.

Entre los activos de renta fija es destacable la rentabilidad alcanzada por los fondos de RF emergente y *high yield* (HY).

David Fernández Fernández

Banco central europeo

Entre las decisiones de la última reunión del BCE, se acordó extender la estrategia de *full allotment* en las operaciones principales de financiación y en las especiales con duración de un mes tanto tiempo como sea necesario, pero, al menos, hasta el 12 de octubre de 2010.

La clara intención del BCE es garantizar el suministro de liquidez en los plazos más cortos e ir retirando paulatinamente la inyectada en los plazos más largos.

David Fernández Fernández

El post del mes

Álvaro Lissón

El área euro ralentiza la intensidad de su recuperación en el cuarto trimestre de 2009

El PIB del área euro correspondiente al cuarto trimestre de 2009 ha registrado un tímido avance del 0,1% en tasa trimestral, frente al 0,4% del anterior trimestre, un dato que ha venido a confirmar la necesidad de mantener los estímulos macroeconómicos y las medidas adoptadas por el BCE para restaurar el normal funcionamiento del sistema financiero y reactivar la actividad económica.

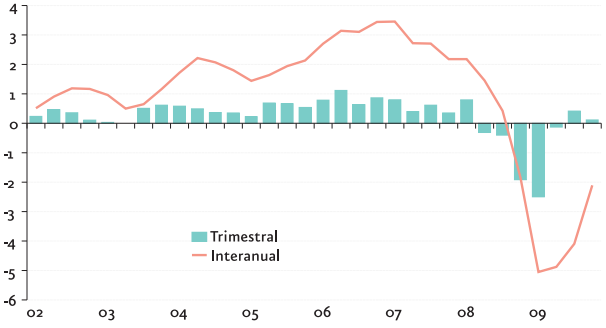
La nota positiva residió en esta ocasión en el comportamiento del sector exterior

La composición del PIB sigue mostrando una demanda interna débil. El consumo privado se estancó y la inversión continuó deteriorándose, aunque con ritmos de caída alejados de los registrados en la primera parte de 2009. Asimismo, la débil demanda doméstica ha impedido que los inventarios volviesen a contribuir al crecimiento trimestral (en el tercer trimestre lo había hecho en 0,6 puntos).

La nota positiva residió en esta ocasión en el comportamiento del sector exterior. Las exportaciones crecieron un 1,7% en términos trimestrales (un 2,9% trimestral en el anterior trimestre), con la demanda de las economías asiáticas, sobre todo la china, como principal punto de apoyo.

Por países, destacó la pérdida de tracción de Alemania, donde la composición del cuadro macroeconómico en el cuarto trimestre arrojó algunos aspectos negativos relacionados con el mal comportamiento del gasto de los hogares y de la inversión empresarial. En Francia, la demanda interna mejoró con cierta intensidad, apoyada en el repunte del consumo privado (0,9% en tasa trimestral). Sin embargo, será difícil que la economía francesa repita este resultado en el primer trimestre del año, teniendo en cuenta la contracción que experimentó el consumo de las familias en enero (-2,7% con respecto a diciembre, tras cuatro meses seguidos de expansión) en un contexto de retirada de las ayudas para la compra de autos.

PIB en el área euro (%)



Fuente: *Afi y Eurostat.*

Sin señales claras de reactivación en el mercado laboral, la recuperación del consumo en el área euro se antoja difícil en un contexto marcado por la retirada de estímulos y el desapalancamiento de los hogares. La tasa de paro de la zona, lejos de mejorar, repitió los registros de los últimos meses (9,9% en enero), aunque con una clara moderación en los ritmos de destrucción de empleo ::

TIPOS DE CAMBIO. DIVISA FRENTE AL EURO

País	Divisa	Código	23/03/2010	Hace 52 semanas	Últimas 52 semanas Máximo	Últimas 52 semanas Mínimo
Argentina	Peso	ARS	5,24	5,02	5,77	4,74
Brasil	Real	BRL	2,41	3,08	3,11	2,40
Bulgaria	Lev	BGL	1,96	1,95	1,97	1,95
Canadá	Dólar	CAD	1,38	1,67	1,68	1,36
Chile	Peso	CLP	722,12	785,74	828,20	686,41
China	Yuan	CNY	9,25	9,31	10,34	8,81
Colombia	Peso	COP	2.582,52	3.212,04	3.425,98	2.560,69
Corea del Sur	Won	KRW	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Estados Unidos	Dólar	USD	1,35	1,36	1,51	1,29
Hungría	Florín	HUF	264,37	303,67	313,00	260,52
India	Rupia	INR	61,58	68,75	71,42	61,21
Japón	Yen	JPY	122,25	131,66	139,22	119,65
Kenia	Chelín	KES	104,48	109,63	114,29	100,39
Malasia	Ringgit	MYR	4,50	4,95	5,26	4,46
Marruecos	Dirham	MAD	11,21	11,23	11,51	11,11
Nigeria	Naira	NGN	202,76	201,47	229,57	191,19
Perú	Sol	PSS	3,84	4,26	4,37	3,82
Polonia	Zloty	PLN	3,89	4,55	4,75	3,86
Reino Unido*	Libra	GBP	0,90	0,94	0,94	0,84
Rep.Checa	Corona	CZK	25,44	26,83	27,71	24,97
Rep.Sudáfrica	Rand	ZAR	9,9206	12,9193	12,9865	9,8838
Rusia	Rublo	RUB	39,9484	45,224	46,4195	39,5719
Suiza	Franco	CHF	1,4299	1,5298	1,5381	1,4289
Venezuela	Bolívar	VEB	5819,466	2925,048	6103,376	2768,019

* En este caso la cotización se expresa en unidades de euro por libra.

Fuente: *Bloomberg*.

TIPOS DE INTERÉS. MARZO 2010

	1 día	3 meses	1 año
Área Euro	0,48	0,74	1,23
Dinamarca	1,15	1,10	1,40
Reino Unido	0,60	0,85	1,78
Suecia	0,30	0,52	1,23
Suiza	0,12	0,58	0,99
Chequia	1,35	2,01	2,46
Eslovaquia	n.d.	n.d.	n.d.
Hungría	7,80	7,55	6,30
Polonia	2,31	4,21	4,51
Rusia	8,00	10,80	10,53
Egipto	2,75	6,5	6,75
Sudáfrica	7,25	7,80	8,60
Turquía	7,90	8,25	9,70

	1 día	3 meses	1 año
Canadá	0,37	0,65	1,52
Estados Unidos	0,33	0,62	1,30
Argentina	9,69	13,31	15,81
Brasil	8,66	0,10	0,09
Chile	0,50	0,21	1,17
México	4,76	4,63	5,32
Perú	2,02	0,00	7,76
Australia	3,40	3,60	5,30
China	1,40	1,71	2,25
Corea*	9,216	2,85	4,26
Hong Kong	0,51	0,31	0,90
Indonesia	7,10	8,13	9,86
Japón	0,18	0,56	0,90
Singapur	0,38	0,65	1,00

* A una semana.

Fuente: *Bloomberg y Reuters*.

«RATINGS» A LARGO PLAZO EN MONEDA EXTRANJERA. MARZO 2010

País	MOODY'S	S&P'S
AMÉRICA LATINA Y CENTRAL		
Argentina	B3	B-
Brasil	Baa3	BBB-
Chile	A1	A+
Colombia	Ba1	BBB-
México	Baa1	BBB
Perú	Baa3	BBB-
Venezuela	B2	BB-
EUROPA DEL ESTE		
Bulgaria	Baa3	BBB
Rumania	Baa3	BB+
Rusia	Baa1	BBB
Turquía	Ba2	BB

País	MOODY'S	S&P'S
ÁFRICA Y ORIENTE PRÓXIMO		
Egipto	Ba1	BB+
Irán	WR	NR
Marruecos	Ba1	BBB-
Senegal	NR	B+
Sudáfrica	A3	BBB+
Túnez	Baa2	BBB
ASIA		
China	A1	A+
India	Baa3	BBB-
Indonesia	Ba2	BB-
Tailandia	Baa1	BBB+
Vietnam	Ba3	BB

Fuente: *Moody's y Standard & Poor's*.

INDICADORES MACROECONÓMICOS EUROPA. MARZO 2010

	PIB[1]			Inflación[1]			Tasa paro (%)			Saldo público sobre PIB[2]			Balanza corriente[3]		
	2009 (e)	2010 (p)	2011 (p)	2009 (e)	2010 (p)	2011 (p)	2009 (e)	2010 (p)	2011 (p)	2009 (e)	2010 (p)	2011 (p)	2009 (e)	2010 (p)	2011 (p)
UNIÓN EUROPEA 27															
Alemania*	-5,0	1,7	1,6	0,4	1,0	1,3	8,1	8,9	9,2	-78,3	-131,0	-114,0	155,0	182,0	194,0
Dinamarca*	-4,7	1,2	1,9	1,3	1,5	1,8	7,8	2,7	2,7	4,0	3,0	2,5	10,7	9,4	8,9
España*	-3,6	-0,4	1,2	-0,3	1,4	1,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-86,2	-72,9	-64,0
Francia*	-2,2	1,4	1,6	0,1	1,3	1,6	9,2	10,1	9,9	-156,0	-161,0	-144,0	-56,6	-54,1	-56,8
Italia*	-4,8	0,8	1,1	0,8	1,6	1,9	7,7	8,7	8,7	-78,2	-84,9	-78,2	-70,5	-61,8	-63,6
Polonia	1,7	2,7	3,4	3,5	2,4	2,6	n.d.	n.d.	n.d.	-6,4	-6,7	-5,4	-7,2	-11,8	-15,4
Reino Unido*	-4,8	1,4	2,2	2,2	2,6	1,7	4,7	5,4	5,4	-21,9	173,0	173,0	-34,2	-41,8	-38,0
Rep. Checa	-4,2	1,5	2,7	1,0	1,5	2,3	n.d.	n.d.	n.d.	-6,6	-5,4	-4,9	-2,1	-1,8	-2,5
Suecia*	-4,4	2,3	2,7	-0,3	1,1	2,1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	30,3	32,8	36,2
Bulgaria	-5,0	0,1	2,6	2,8	2,6	3,1	n.d.	n.d.	n.d.	-1,0	-1,0	-0,5	-4,1	-4,8	-4,9
Rumania	-7,1	1,1	3,1	5,6	4,3	3,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-7,1	-8,2	-9,9
Zona Euro*	-3,9	1,3	1,5	0,3	1,2	1,5	9,4	10,4	10,5	-554,0	-638,0	-582,0	-90,3	-31,7	-9,0
UE-27*	-4,0	1,1	1,7	0,8	1,5	1,7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-106,0	-55,4	-32,6
OTROS PAÍSES EUROPEOS															
Rusia	-7,9	4,5	4,6	8,8	7,0	6,9	n.d.	n.d.	n.d.	-6,0	-3,8	-1,8	47,5	70,4	66,6
Suiza*	-1,5	1,3	1,8	-0,5	0,7	1,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	35,2	48,7	54,4
Turquía	-5,6	4,5	4,3	6,3	9,0	6,2	n.d.	n.d.	n.d.	-5,5	-5,0	4,4	-13,9	-26,7	-33,1
Europa Este4	-5,7	3,3	4,0	6,6	6,0	5,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,6	14,5	-0,1

[1] Tasa de crecimiento anual. [2] Miles de millones de euros (Reino Unido, miles de millones de libras).
[3] Miles de millones de dólares. [4] Incluye otros países europeos (excluyendo Noruega y Suiza) y UE-10. (p): Previsiones • (e): Estimaciones. *Datos de Febrero

Fuente: *Consensus Forecasts, Comisión Europea y elaboración propia.*

INDICADORES MACROECONÓMICOS AMÉRICA. MARZO 2010

	PIB[1]			Inflación[1]			Saldo público sobe PIB			Balanza corriente[2]		
	2009 (e)	2010 (p)	2011 (p)	2009 (e)	2010 (p)	2011 (p)	2009 (e)	2010 (p)	2011 (p)	2009 (e)	2010 (p)	2011 (p)
AMÉRICA												
Argentina	-2,8	3,8	2,4	7,7	9,7	10,1	-0,7	-1,0	-1,2	8,9	8,6	7,3
Bolivia	3,3	3,6	4,1	0,3	4,9	5,5	n.d.	n.d.	n.d.	0,8	0,9	1,0
Brasil	-0,2	5,5	4,4	4,3	4,8	4,7	3,2	2,5	2,1	-24,3	-47,2	-62,8
Chile	-1,7	4,6	5,3	-1,4	3,7	3,2	-4,5	-2,5	-0,8	3,6	1,3	-0,2
Colombia	0,1	2,8	3,7	2,0	3,8	3,8	n.d.	n.d.	n.d.	-5,4	-5,6	-6,5
México	-6,5	4,0	3,5	3,6	5,2	3,9	-2,3	-2,6	-2,3	-5,2	-10,0	-15,3
Perú	0,9	4,9	4,8	0,2	2,2	2,5	n.d.	n.d.	n.d.	0,2	-1,2	-1,7
Venezuela	-3,3	-2,1	1,5	26,9	34,5	31,0	-5,1	-1,8	-2,3	8,6	17,1	16,8
América Latina	-2,3	4,0	3,7	5,5	7,5	6,8	n.d.	n.d.	n.d.	-20,6	-46,9	-73,0
EE.UU.	-2,4	3,1	3,0	-0,3	2,3	2,0	n.d.	n.d.	n.d.	-447,0	-491,0	-537,0
Canadá	-2,5	2,7	3,2	0,3	1,8	2,2	n.d.	n.d.	n.d.	-36,9	-33,5	-22,9

[1] Tasa de crecimiento anual. [2] Miles de millones de dólares. (p): Previsiones • (e): Estimaciones

Fuente: *Consensus Forecasts.*

INDICADORES MACROECONÓMICOS ASIA/PACÍFICO. MARZO 2010

	PIB[1]			Inflación[1]			Balanza corriente[2]		
	2009 (e)	2010 (p)	2011 (p)	2009 (e)	2010 (p)	2011 (p)	2009 (e)	2010 (p)	2011 (p)
ASIA/PACÍFICO									
China	8,7	9,8	9,1	-0,7	3,2	3,3	295,3	304,9	320,1
India	7,0	8,0	7,9	10,7	7,1	5,9	-21,0	-23,3	-24,0
Japón	-5,3	1,5	1,5	-1,4	-1,0	-0,3	144,1	181,6	185,1
Corea del Sur	0,2	5,0	4,3	2,8	3,0	3,0	42,7	24,6	18,3
Asia/Pacífico	1,4	5,3	5,1	0,7	2,1	2,3	552,9	555,3	571,7

[1] Tasa de crecimiento anual. [2] Miles de millones de dólares (Japón en yenes) (p): Previsiones • (e): Estimaciones

Fuente: *Consensus Forecasts.*

COMERCIO EXTERIOR POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. ENERO 2010

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 09/08	Millones euros	% total	% 09/08	Millones euros
ANDALUCÍA	1.196,1	9,9	19,3	1.636,8	9,9	22,4	-440,7
ARAGÓN	550,3	4,6	94,8	501,6	3,0	15,9	48,7
ASTURIAS	213,3	1,8	29,9	242,3	1,5	3,6	-29,0
BALEARES	58,7	0,5	-39,7	53,3	0,3	-5,0	5,4
COMUNIDAD VALENCIANA	1.317,1	10,9	9,5	1.391,0	8,4	2,2	-73,9
CANARIAS	116,0	1,0	-7,3	265,8	1,6	19,3	-149,8
CANTABRIA	144,7	1,2	21,8	134,7	0,8	40,3	10,0
CASTILLA-LA MANCHA	211,6	1,7	4,9	383,9	2,3	19,7	-172,3
CASTILLA-LEÓN	709,4	5,9	18,0	669,9	4,0	29,2	39,6
CATALUÑA	3.285,5	27,2	11,0	4.655,4	28,0	7,6	-1.369,9
CEUTA	0,0	0,0	-100,0	25,1	0,2	121,4	-25,1
EXTREMADURA	81,9	0,7	-6,7	69,9	0,4	-5,0	12,0
GALICIA	969,0	8,0	-2,2	981,1	5,9	7,0	-12,0
MADRID	1.320,6	10,9	-5,3	3.561,6	21,5	-8,3	-2.241,0
MELILLA	0,3	0,0	-79,7	8,6	0,1	-36,3	-8,3
MURCIA	339,4	2,8	10,6	487,9	2,9	-1,5	-148,6
NAVARRA	434,2	3,6	21,8	302,4	1,8	17,1	131,8
PAÍS VASCO	1.018,1	8,4	-2,0	1.037,5	6,2	20,9	-19,4
LA RIOJA	84,2	0,7	-36,0	69,9	0,4	3,8	14,3
SIN DETERMINAR	41,4	0,3	48,8	123,0	0,7	16,6	-81,6
TOTAL	12.091,7	100,0	9,0	16.601,4	100,0	6,5	-4.509,7

Fuente: *Secretaría de Estado de Comercio y Turismo, con datos de Aduanas.*

COMERCIO EXTERIOR POR SECTORES ECONÓMICOS. ENERO 2010

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 09/08	Millones euros	% total	% 09/08	Millones euros
Alimentos	2.045,8	16,9	-3,9	1.619,4	9,8	-11,5	426,3
Productos energéticos	532,0	4,4	-9,9	3.054,2	18,4	23,8	-2.522,2
Materias primas	291,1	2,4	43,7	467,4	2,8	9,0	-176,3
Semimanufacturas no químicas	1.401,5	11,6	12,3	1.195,2	7,2	9,8	206,3
Productos químicos	1.879,6	15,5	11,5	2.515,9	15,2	8,1	-636,3
Bienes de equipo	2.027,1	16,8	-3,3	3.153,0	19,0	-5,1	-1.125,9
Sector automóvil	2.214,4	18,3	50,4	2.112,6	12,7	28,3	101,8
Bienes de consumo duradero	201,3	1,7	-23,0	576,0	3,5	25,2	-374,7
Manufacturas de consumo	1.073,6	8,9	-8,8	1.842,7	11,1	-6,5	-769,1
Otras mercancías	425,4	3,5	85,7	65,1	0,4	31,4	360,3
TOTAL	12.091,7	100,0	9,0	16.601,4	100,0	6,5	-4.509,7

Fuente: *Secretaría de Estado de Comercio y Turismo, con datos de Aduanas.*

INTERCAMBIOS COMERCIALES DE ESPAÑA POR ÁREAS GEOGRÁFICAS. ENERO 2010

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Mill. euros	% total	% 09/08	Mill. euros	% total	% 09/08	Mill. euros
UNIÓN EUROPEA [1]	**8.670,5**	**71,7**	**8,7**	**9.159,9**	**55,2**	**7,9**	**-489,4**
ZONA EURO	**7.143,7**	**59,1**	**7,1**	**7.435,4**	**44,8**	**3,2**	**-291,7**
Francia	2.537,4	21,0	6,3	1.997,3	12,0	15,7	540,1
Bélgica	338,0	2,8	20,1	468,4	2,8	27,2	-130,5
Luxemburgo	11,1	0,1	-28,0	30,7	0,2	138,2	-19,6
Paises Bajos	431,8	3,6	7,9	781,2	4,7	23,6	-349,5
Alemania	1.331,9	11,0	1,3	1.987,8	12,0	-15,4	-655,9
Italia	1.004,4	8,3	20,0	1.063,3	6,4	7,3	-58,9
Irlanda	54,0	0,4	13,3	217,8	1,3	-26,4	-163,8
Portugal	1.098,0	9,1	6,4	567,1	3,4	6,5	530,9
Austria	105,4	0,9	3,9	121,9	0,7	16,4	-16,6
Finlandia	37,0	0,3	-36,0	60,7	0,4	-38,1	-23,8
Grecia	115,2	1,0	-6,6	24,0	0,1	-8,3	91,2
Eslovenia	31,5	0,3	73,7	12,8	0,1	21,1	18,7
Malta	6,9	0,1	18,1	24,3	0,2	1.894,3	-17,5
Chipre	11,8	0,1	-9,6	0,7	0,0	92,1	11,0
Eslovaquia	29,7	0,2	-13,7	77,4	0,6	46,2	-47,7
RESTO UE	**1.526,8**	**12,6**	**17,0**	**1.724,6**	**10,4**	**34,2**	**-197,7**
Reino Unido	808,4	6,7	30,6	764,9	4,6	30,6	43,5
Dinamarca	67,9	0,6	-17,2	104,2	0,6	-18,5	-36,3
Suecia	102,5	0,8	17,2	116,5	0,7	-26,6	-14,0
Estonia	4,6	0,0	-18,4	3,0	0,0	0,7	1,6
Letonia	6,0	0,0	-35,4	2,1	0,0	97,2	3,9
Lituania	11,6	0,1	22,5	11,3	0,1	-59,5	0,4
Polonia	187,3	1,5	4,1	225,6	1,9	100,1	-38,3
República Checa	126,5	1,0	31,7	169,1	1,4	63,4	-42,7
Hungría	56,9	0,5	-5,4	104,5	0,9	4,3	-47,6
Bulgaria	11,3	0,1	-29,8	24,6	0,1	48,5	-13,3
Rumanía	42,2	0,3	2,0	73,1	0,4	52,6	-30,9
RESTO EUROPA	**712,7**	**5,9**	**18,4**	**1.200,5**	**7,2**	**14,2**	**-487,8**
Suiza	237,9	2,0	28,6	222,4	1,3	8,7	15,4
Noruega	42,9	0,4	-19,3	174,1	1,0	-14,7	-131,3
Turquía	183,0	1,5	67,5	221,2	1,3	17,0	-38,2
Rusia	83,4	0,7	-5,9	515,0	3,1	39,3	-431,6
Croacia	9,9	0,1	-22,5	3,7	0,0	-17,3	6,1
AMÉRICA DEL NORTE	**395,1**	**3,3**	**-21,7**	**698,5**	**4,2**	**-11,0**	**-303,4**
EEUU	351,4	2,9	-24,8	644,2	3,9	-12,0	-292,8
Canadá	43,7	0,4	16,0	54,3	0,3	4,1	-10,6
AMÉRICA LATINA	**507,8**	**4,2**	**5,7**	**604,2**	**3,6**	**-8,3**	**-96,4**
Argentina	43,3	0,4	36,8	77,2	0,5	-28,8	-33,9
Brasil	110,9	0,9	62,4	130,6	0,8	-30,3	-19,7
México	141,9	1,2	-20,7	125,0	0,8	71,9	16,9
RESTO DE AMÉRICA	**23,8**	**0,2**	**285,6**	**154,4**	**0,9**	**83,1**	**-130,6**
ASIA	**809,8**	**6,7**	**24,5**	**3.452,1**	**20,8**	**14,6**	**-2.642,3**
Japón	100,6	0,8	15,1	287,3	1,7	13,4	-186,7
China	146,0	1,2	47,9	1.364,0	8,2	0,0	-1.218,0
Hong-Kong	45,0	0,4	55,1	18,2	0,1	-48,6	26,7
Corea del Sur	74,4	0,6	58,3	149,4	0,9	-12,7	-75,0
India	48,5	0,4	33,8	195,9	1,2	25,4	-147,4
Oriente Medio	257,4	2,1	4,4	861,5	5,2	90,8	-604,2
ÁFRICA	**603,1**	**5,0**	**3,9**	**1.284,2**	**7,7**	**-12,1**	**-681,0**
Marruecos	217,9	1,8	-7,7	190,3	1,1	2,1	27,6
Argelia	95,8	0,8	-32,0	363,5	2,2	-1,7	-267,7
Nigeria	10,0	0,1	-45,3	238,6	1,4	67,8	-228,7
Sudáfrica	57,1	0,5	84,1	55,7	0,3	-31,9	1,4
OCEANÍA	**72,1**	**0,6**	**26,0**	**47,7**	**0,3**	**-8,5**	**24,4**
SIN DETERMINAR	**296,8**	**2,5**	**26,3**	**0,0**	**0,0**	**----**	**296,8**
TOTAL MUNDIAL	**12.091,7**	**100,0**	**9,0**	**16.601,4**	**100,0**	**6,5**	**-4.509,7**
Pro memoria:							
TOTAL NO UE	3.421,2	28,3	9,8	7.441,5	44,8	4,8	-4.020,3
TOTAL NO ZONA EURO	4.948,0	40,9	11,9	9.166,1	55,2	9,3	-4.218,1
OCDE	9.795,2	81,0	7,9	10.939,6	65,9	6,0	-1.144,5
NAFTA	537,0	4,4	-21,4	823,5	5,0	-3,9	-286,5
MERCOSUR	169,7	1,4	60,8	214,1	1,3	-30,7	-44,4
OPEP	**343,3**	**2,8**	**-6,2**	**1.662,5**	**10,0**	**36,3**	**-1.319,2**

[1] El total de la UE es mayor que la suma de los EE.MM., porque incluye operaciones de «avituallamiento intracomunitario» y de «pesca en altura en otro estado comunitario».

Fuente: Secretaría de Estado de Turismo y Comercio con datos del Departamento de Aduanas e I.I.EE. de la Agencia Tributaria.

Un Fondo Monetario Europeo

«Atacar a una economía de la eurozona es hacerlo al conjunto de la Unión Monetaria y, desde luego, al euro»

La crisis griega no es el único de los traumas que está dejando la doble crisis financiera y económica desencadenada hace más de dos años y medio en el sistema bancario estadounidense. Lo que sí es un hecho es que es el episodio que más está zarandeando algo que es esencial en la dinámica e integración europea: la moneda única. Atacar a una economía de la eurozona es hacerlo al conjunto de la Unión Monetaria y, desde luego, al euro.

Ésta ha sido, efectivamente, la primera crisis verdaderamente seria de las que ha registrado la eurozona desde el nacimiento de la moneda única, el 1 de enero de 1999, viernes. El epicentro de la crisis financiera estaba al otro lado del Atlántico, pero es probable que, entre las mayores víctimas (en términos de daños reales y financieros), estén algunas de las economías europeas. En los balances provisionales de destrozos ya lo están, pero será relativamente superior el concretado en la eurozona cuando concluya el año. Y ello a pesar de que la economía británica tampoco va a salir de rositas de esta crisis.

«Lo hemos merecido» puede ser la respuesta en la que paradójicamente coincidan los más acendrados europeistas y los euroescépticos. Estos últimos pensarán que nos estaba bien empleado por haber desafiado los principios teóricos suficientemente explícitos en el enfoque clásico de las áreas monetarias óptimas (en el capítulo dos de *La UEM en entredicho*[1] se describe ese enfoque), que desaconsejaban compartir moneda a economías nacionales en las que la movilidad geográfica del trabajo o la flexibilidad a la baja de su coste de los países que la integraban era ciertamente reducida. Los más federalistas, por su parte, consideran que hemos merecido este serio aviso como consecuencia del mantenimiento durante demasiado tiempo de esa asimetría entre una cesión de soberanía monetaria tan explícita y el nulo progreso en estos 11 años en el camino hacia la unificación política. Más concretamente, en la ausencia de un presupuesto común que puede salir al paso ante crisis como la que ha insinuado Grecia.

La propuesta del Ministro de Finanzas alemán de crear una especie de Fondo Monetario Europeo (FME) es una solución que merece la pena analizar. Además de un eficaz disuasor de las especulaciones sobre la deuda pública de los países afectados o sobre el tipo de cambio del euro, puede ser un paso muy significativo en la dirección de institucionalizar mecanismos estables de apoyo a los países de la propia comunidad que se encuentren en dificultades. Y tengan propósitos de enmienda. En efecto, ello no debería significar, en modo alguno, una excusa al necesario saneamiento de las finazas públicas de las economías afectadas. Es verdad que todavía quedan elementos por aclarar y, en todo caso, respaldados por conseguir esa iniciativa. El Gobierno francés está por la labor, pero el Bundesbank, mucho menos, como hemos podido fácilmente deducir de las declaraciones de algunos miembros de su consejo de gobierno. Es verdad que, si el proceso de integración política avanzara más deprisa, no serían probablemente necesarios mecanismos como el que ahora se propone. Ocasión tendremos de verificar si el proyecto supera sus primeros pasos y consigue definir aspectos importantes como las vías de financiación de ese fondo o los criterios con que se asignen. No menos interés tendrán las relaciones que defina con el Fondo Monetario Internacional (FMI), que, hasta el momento de cerrar esta página, no ha dicho esta boca es mía ::

Emilio Ontiveros es presidente de Afi y catedrático de Economía de la Empresa de la UAM.
E-mail: eontiveros@afi.es

[1] Ontiveros, E y Valero, J. V. (1996): *La UEM en entredicho*. Madrid, Encuentro.