



Empresa Global

Nº 96 (Mayo 2010)

EDITA

Ediciones Empresa Global, S.L.
Afi Escuela de Finanzas Aplicadas, S.A.
C/ Españaoleto, 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

Yolanda Antón, Miguel Arregui, Sara Baliña, David Cano, Javier Castelo, Ana Domínguez Viana, Nazareth Estalayo, María Fernández García, Santiago Fernández de Lis, Pablo Guijarro, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Álvaro Lissón, Verónica López Sabater, Álvaro Martín Enríquez, Emilio Ontiveros, Esther Rodríguez Fernández, Daniel Suárez Montes.

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
Luís 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

Valle González Manzanas y 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

Un nuevo escenario

La reciente crisis ha desvelado, entre otras muchas cosas, la relativa inestabilidad en la que se encuentran sustentados algunos de los equilibrios fundamentales de la economía a nivel global. El hecho de que las decisiones u omisiones del ayer se materialicen en hechos concretos y tendencias en un futuro más o menos cercano ha de hacernos recapacitar sobre cuántos de los acontecimientos de los que ahora somos testigos estaban más o menos «anunciados».

La realidad económica y geopolítica que los expertos vaticinan para las próximas décadas, construida sobre las tendencias que acontecen hoy en día y los cimientos construidos en el pasado, pasa por una traslación radical de los centros de decisión del norte al sur y de Occidente a Oriente.

Es por ello que ya encontramos importantes signos en todos aquellos caminos que emprendemos en la esfera internacional, desde la irrupción de nuevos competidores hasta el establecimiento de nuevas relaciones bilaterales, la aparición de nuevos riesgos, la necesidad de contar con nuevos socios y, cómo no, la generación de nuevas oportunidades. Y es también por ello que debemos procurar anticiparnos a los cambios, y prepararnos adecuadamente con las herramientas más apropiadas para el escenario que, con toda probabilidad, será imperante en el futuro y que, sin duda, ya comienza a perfilarse.

La actividad y los resultados de nuestras empresas, independientemente de su carácter más o menos internacional o exportador, no se encuentran aislados de las nuevas corrientes internacionales, cuyo cambio de rumbo y ritmo afortunadamente comienzan a impulsarnos de nuevo, si bien con cierta timidez. Del mismo modo que, lamentablemente, nos ha frenado e, incluso, hecho retroceder en los dos largos últimos años, efecto de la más importante crisis económica de los últimos tiempos, a la que pronto comenzaremos a mirar por el espejo retrovisor.

Los datos publicados recientemente sobre nuestra actividad internacional desde el punto de vista de las inversiones siguen mostrando para 2010 los efectos de la combinación de los aún persistentes y agudos problemas de financiación (escasez y dificultad de acceso), junto con unas todavía tímidas expectativas de crecimiento mundial, a excepción de las tasas ya registradas en gran parte del continente asiático y en América Latina. Y es que gigantes como China, entre otros grandes emergentes, vuelven a la senda del crecimiento cercana a los dos dígitos que, más pronto que tarde, las situará en posiciones del *top 5* mundial.

El presente número de *Empresa Global* da cuenta de estos y otros temas con el firme propósito de ofrecer a nuestro lector la información adecuada y el análisis pertinente para la continua toma de decisiones empresariales de cara a este futuro al que ya nos asomamos con confianza ::

INFORME PAÍS

Emiratos Árabes Unidos: mucho más que petróleo

Aunque la crisis financiera parecía haber ensombrecido las perspectivas económicas de Emiratos Árabes Unidos, tras el bache, el país ha vuelto a resurgir, impulsado por la recuperación de los precios del crudo, confirmando con ello su condición de *hub* comercial, logístico y financiero de la región del Golfo y el sur de Asia.

Pag. 4

TEMA DEL MES

El mundo en 2050: más sur y más Oriente

El mundo que conocemos hoy tiene un aspecto distinto al que los modelos económicos predicen para 2050. El último episodio de crisis internacional ha comenzado a consolidar el tejido económico internacional del futuro que empieza a hilvanarse, confirmando el traslado progresivo del centro de gravedad mundial hacia otras latitudes.

Pag. 10

OBSERVATORIO EXTERIOR

La IED en la economía española en 2009 y perspectivas 2010

Tanto la IED española en el exterior, que ascendió a 13.709 millones de euros en 2009, como la recibida por nuestro país, que alcanzó los 11.710 millones de euros, descendieron un 58 y un 60%, respectivamente, en relación con el año anterior.

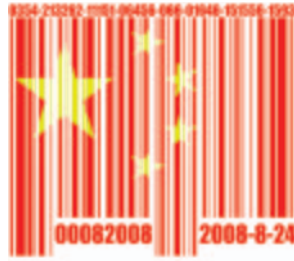
Pag. 15

ESTRATEGIA GLOBAL

Chile

MAURO GUILLÉN

Pag. 27



La apreciación del yuan: implicaciones e impacto en el comercio exterior español

La política cambiaria de China ha vuelto a escena a raíz de las presiones ejercidas por EEUU para limitar los controles que impiden la apreciación del yuan. La controversia en la que China se encuentra inmersa es de especial relevancia en el actual contexto de reactivación del comercio internacional y de la importante reanimación de la economía en este país.

Pag. 19

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

La determinación de los precios de exportación

El precio de exportación es un aspecto esencial en toda negociación comercial internacional. Para la determinación de dicho precio, es necesario contar con información sobre el mercado de destino y tener en cuenta las características diferenciales del producto, así como las condiciones de entrega al cliente.

Pag. 23



FINANZAS PERSONALES

Entorno poco favorable para el Ibex-35

La crisis financiera ha desplazado el focus de los inversores hacia variables cualitativas en detrimento de variables cuantitativas. Ahora importa menos la «cantidad» de exceso de ROE que tenga el Ibex-35 frente al EuroStox, ya que los inversores están premiando la «calidad» de ese ROE.

Pag. 28



RIESGO DE CAMBIO

Asia: revaluación en puertas

La recuperación económica observada en 2009 se ha consolidado con especial intensidad en Asia, llevando a sus bancos centrales a iniciar la adopción de medidas de tensionamiento monetario. Durante los próximos meses, podríamos asistir a movimientos en el tipo de cambio de China.

Pag. 31

MERCADOS FINANCIEROS

La recuperación agudiza las diferencias

DAVID CANO

Pag. 36



ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

¿Un impuesto sobre la banca?

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS

Pag. 39



EMERGENTES

Endurecimiento de las condiciones monetarias en Asia

Las economías asiáticas vuelven a ejercer de motor de la economía mundial. Bajo este contexto, los bancos centrales han comenzado a endurecer las condiciones monetarias con el fin de frenar la expansión económica y evitar su traslado a la inflación.

Pag. 33

CUADRO DE MANDO FINANCIERO

Pag. 37

EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN

«En un mercado global, la exportación debe ser objetivo prioritario de la bodega para poder diversificar sus áreas de negocio»

Bodegas Imperiales es una bodega de la ribera del Duero en la que se unen la tradición con el empleo de las técnicas enológicas más modernas. Daniel Aguirre es su gerente y dirige y supervisa personalmente todas las acciones relacionadas con los caldos: recolección de la uva, comercialización y posicionamiento internacional de sus vinos.

Pag. 40

GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

Mujer y crecimiento económico

Las mujeres siguen infrarrepresentadas en la toma de decisiones en la empresa. La disparidad entre géneros es mayor cuanto más importante es el puesto. Por sus cualidades, tanto humanas como técnicas, la economía se beneficiaría de tener una mayor igualdad de género en los altos mandos, evitando así el despilfarro de parte del capital humano potencialmente disponible en el sistema de gestión y de toma de decisiones.

Pag. 44

EMPRESA, TECNOLOGÍA E INTERNET

¿Ciudades con «wifi» público?

Las Administraciones públicas tienen un papel destacado en el desarrollo de la sociedad de la información. Con este espíritu, algunos ayuntamientos han intentado ofrecer directamente a sus ciudadanos acceso inalámbrico a internet, pero las trabas encontradas dificultan su viabilidad.

Pag. 46



GESTIÓN EMPRESARIAL

Amortización de autocartera en sociedades cotizadas

Resulta práctica habitual entre las empresas cotizadas contar con acciones propias en cartera. Las aplicaciones de la autocartera son variadas, siendo uno de los posibles destinos la amortización a través de una reducción de capital.

Pag. 47

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

Nuevo impulso para la recuperación económica y el empleo

Pag. 50

AGENDA

Pag. 52

ESCAPARATE EDITORIAL

Pag. 53



PANORAMA INTERNACIONAL

Pag. 54

ESPAÑA EN CONTRASTE

Más inversión pública, pero no más déficit

En los máximos del último ciclo expansivo, la inversión agregada de la economía española llegó a alcanzar casi el 31% del PIB, con un volumen anual del orden de los 325.000 millones de euros. Cuando estas cifras se ponen en contraste con las de las economías de su entorno, el proceso inversor acometido en la última década en España gana importancia relativa y equipara su comportamiento al de economías emergentes en expansión como la República Checa o Turquía, mientras que lo aleja de las europeas tradicionales como Francia o Alemania.

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
El poder de la ceniza
JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 51



PASEO GLOBAL
El manipulador cambiario
EMILIO ONTIVEROS

Pag. 64





Emiratos Árabes Unidos:

mucho más que petróleo

Foco indudable de atención durante la primera década del nuevo milenio, la crisis financiera parece haber ensombrecido las perspectivas de una economía como Emiratos Árabes Unidos, que, hasta el momento, no había dejado de sorprender por el tamaño de sus rascacielos o el lujo de sus hoteles. Tras el bache, el país del Golfo ha vuelto a resurgir, impulsado por la recuperación de los precios del crudo, confirmando con ello su condición de *hub* comercial, logístico y financiero de la región del Golfo y el sur de Asia.

Javier Paredes

Pocas economías han conseguido en tan poco tiempo convertirse en referentes a nivel mundial en materia urbanística y turística. Los Emiratos Árabes Unidos (EAU) son una de ellas. Desde luego, la bonanza del petróleo ha ayudado, en no poca medida, a esta suerte de desarrollo frenético de proyectos que han convertido a su emirato y ciudad más emblemática, Dubai, en un modelo urbanístico.

Dubai es hoy una de las ciudades más excéntricas del mundo, poblada de rascacielos, entre ellos el Burj Khalifa, el mayor del mundo (828 metros de altura), de gigantescos centros comerciales (Mall of Arabia y Dubai Mall) y de cientos de atracciones turísticas, como las Palm Islands, islas artificiales en forma de palmera, o el Dubailand, el mayor parque de atracciones del mundo.

Pero Dubai y los EAU no son sólo un reclamo turístico y urbanístico. En los últimos años, han adquirido una importancia crucial como *hub* comercial, logístico y financiero para el conjunto de la región del golfo Pérsico y del sur de Asia. Cuentan con el mayor aeropuerto, puerto y centro lo-

gístico de la región y su excelente posición geoestratégica explica su condición de mayor reexportador mundial, por delante de Hong Kong y Singapur.

EL ÉXITO DE LA DIVERSIFICACIÓN

Todo ello es el resultado del éxito de la política de diversificación económica emprendida por el país y, más concretamente, por Dubai. De los siete emiratos que componen este Estado federal, Dubai ha sido el que mejor ha afrontado el reto de la diversificación, en una economía en la que el sector de hidrocarburos supone el 27% del PIB. Prueba de ello es que este emirato aporta nada menos que el 40% del PIB federal no petrolero, cuando su peso en el PIB total es del 27%.

Abu Dhabi, capital del Estado y principal economía del país, con el 60% del PIB, se ha mostrado más reticente a la apertura y a la diversificación económica. Probablemente porque es el más dependiente de la energía, al concentrar el 90% de los recursos de hidrocarburos del Estado. Sus esfuerzos se han centrado de esta manera en el desarrollo de la

NOMBRE OFICIAL:
Emiratos Árabes Unidos



SUPERFICIE: 83.600 km²

CAPITAL: Abu Dhabi

OTRAS CIUDADES: Dubai, Shanjah, Ajman

SITUACIÓN GEOGRÁFICA: situado en Oriente Medio, bordeando el golfo Pérsico y el de Omán. Tiene frontera con Omán y Arabia Saudí

CLIMA: desértico, algo más fresco en las montañas del este

POBLACIÓN: 4.798.491 (est. 2009)

TASA CRECIM. POBLACIÓN: 3,689% (est. 2009)

ESPERANZA DE VIDA: 76,11 años

GRUPOS ÉTNICOS: 19% emiratís; 23% árabes (otros) e iraníes; 50% procedentes de Asia meridional; 8% otros expatriados

IDIOMAS: árabe (oficial), persa, inglés, hindi, urdu

TASA DE ALFABETIZACIÓN: 77,9%

MONEDA: dirham (AED)

Fuente: World Factbook.

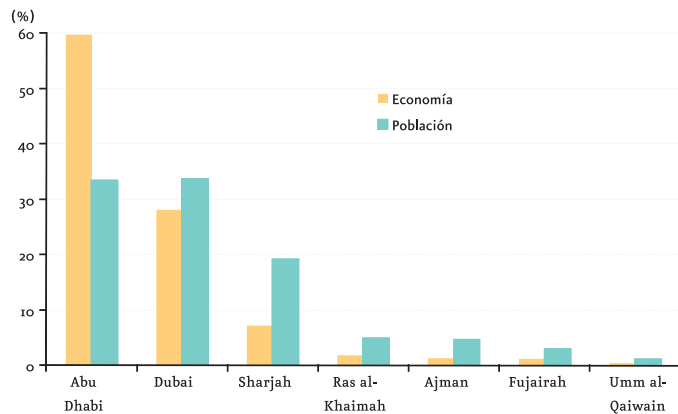
industria derivada de los hidrocarburos, tratando de consolidar su posición como uno de los principales productores de crudo y gas del mundo. Conviene recordar que EAU ostenta el 10% de las reservas mundiales de petróleo y es el quinto país del mundo en reservas de gas.

Los otros cinco emiratos, cuyo peso en el PIB federal es inferior al 12%, mantienen una clara dependencia de los Estados más ricos, habiéndose embarcado en los últimos años en desarrollos inmobiliarios, logísticos y turísticos inspirados en el modelo dubaití.

REACTIVACIÓN ECONÓMICA TRAS EL PARÓN DE LA CRISIS

La bonanza del crudo, unida a esta política de diversificación, explican el extraordinario dinamismo que ha protagonizado la economía de EAU en los últimos años. En el período 2003-2007, el país ha crecido a tasas superiores al 8%, impulsada por los ingresos de petróleo, en un contexto de fuerte crecimiento de los precios, la inversión (en particular, aunque no sólo, en el sector inmobiliario) y el consumo privado. El incremento de la riqueza del país (con una renta per cápita de 38.000 dólares), la mayor disponibilidad de crédito y el crecimiento demográfico, como consecuencia de la intensificación del flujo de inmigrantes (en los últimos cinco años la población ha crecido un 30%

Peso relativo de los emiratos en términos de población y PIB



Fuente: Ecowin.

hasta los 5,6 millones, de los que el 80% son extranjeros), han contribuido a hacer del consumo privado un nuevo vector de crecimiento en una economía todavía tremendamente dependiente de las exportaciones de hidrocarburos. Conviene recordar que, de los cerca de 175 millones de dólares que exporta anualmente EAU, casi el 40% corresponde a las ventas de crudo y gas.

No sorprende, por ello, que el país haya acusado la caída de la demanda de crudo y su cotización a partir de mediados de 2008, cuyo impacto en la economía se agudizó con el estallido de la burbuja inmobiliaria, principalmente en Dubai, y la huida de capitales, conduciendo al país a una situación de crecimiento nulo en 2009. A finales de ese año, precisamente, Dubai sacudía a los

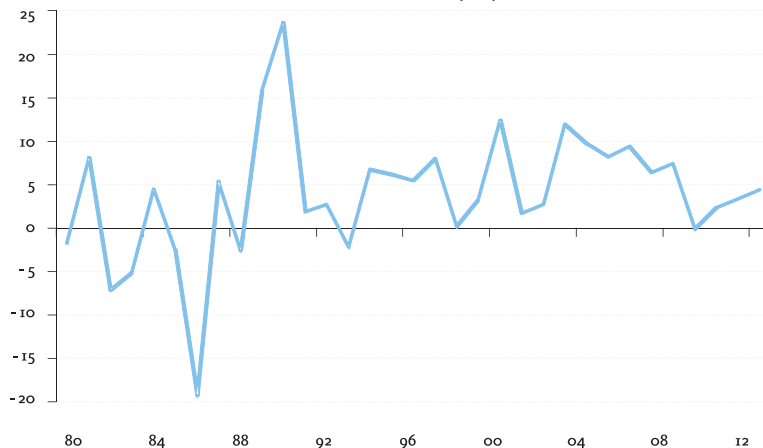
mercados financieros internacionales con el riesgo de insolvencia de una de sus empresas más emblemáticas -Dubai World-, agravando más si cabe la pérdida de confianza de los inversores internacionales. La rápida intervención de los Gobiernos de Dubai y, en particular, de Abu Dhabi consiguió, sin embargo, que las aguas volverían a su cauce y sentar las bases de una recuperación que los primeros meses de 2010 parece estar confirmando.

La intervención pública, a través de una política fiscal expansionista y la inyección de liquidez al sistema bancario, ha sido, en efecto, clave para amortiguar los efectos de la crisis. Los desequilibrios generados harán, sin embargo, a juicio del FMI, que la recuperación sea mucho más gradual que la observada en anteriores períodos de desaceleración. Pero, como no hay mal que por bien no venga, la recesión también ha hecho tomar conciencia a las autoridades, particularmente en Abu Dhabi, de la necesidad de acelerar el proceso de diversificación y de avanzar en una mayor apertura y liberalización económica.

UN MARCO FAVORABLE PARA LOS NEGOCIOS

EAU cuenta con un marco empresarial propicio. Prueba de ello es que se ha convertido en unos de los principales focos de atracción de la inversión extranjera directa, concen-

PIB de EAU (%)



Fuente: FMI.



trando en torno al 18% de los flujos de capital exterior que se han dirigido a la región en los últimos años.

Entre sus mayores atractivos destaca la existencia de un sistema fiscal laxo, que no grava las rentas ni de las personas físicas ni de las jurídicas (en teoría, los beneficios de las empresas están sujetas a tributación, pero, en la práctica, sólo tributan las actividades ligadas al sector de hidrocarburos y los establecimientos bancarios extranjeros). Junto a ello, EAU es una de las economías del mundo en la que resulta más fácil hacer negocios. Eso es, al menos, lo que se desprende de la última edición del informe *Doing Business*, del Banco Mundial, que coloca al país del Golfo en el puesto trigésimo tercero de los 183 países analizados.

Pero, sin duda, el principal incentivo de EAU radica en sus zonas francas, ubicadas en su mayoría en Dubai, si bien el resto de los emiratos han emprendido en los últimos años una política de desarrollo de este tipo de emplazamientos. La mayor de todas ellas es *Djebel Ali Free Zone*, de Dubai, donde están implantadas alrededor de unas 3.000 empresas procedentes de más de cien países distintos. Entre las principales ventajas de las zonas francas destacan la exención de derechos de aduana, pero, sobre todo, la posibilidad de establecer empresas de capital 100% extranjero. En el resto del territorio, sólo las empresas procedentes de los países miembros del

Consejo de Cooperación para los Estados árabes del golfo Pérsico (al que pertenecen, junto a EAU, Arabia Saudita, Bahrein, Kuwait, Omán y Qatar

y cuyo principal objetivo es el establecimiento de una zona de libre comercio a nivel regional) pueden ostentar el 100% capital de sus negocios, mientras que la participación del resto de inversores extranjeros está limitada al 49%. La crisis ha llevado, sin embargo, a las autoridades de los emiratos a plantearse una revisión de esta limitación con el fin de incentivar la llegada del capital exterior.

MUCHO MÁS QUE PETRÓLEO

Los sectores gasístico y petrolero constituyen, como no podía ser de otra manera, un reclamo importante para la inversión extranjera. Pero no son los únicos. A lo largo de los últi-

15 PRIMEROS CAPÍTULO EXPORTADOS A EAU DESDE ESPAÑA EN 2009

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
84	Máquinas y aparatos mecánicos	115.802,73	12,60
85	Aparatos y material eléctricos	77.293,78	8,41
12	Semillas oleagi.; plantas indu.	66.713,27	7,26
89	Barcos y embarcaciones	56.446,88	6,14
62	Prendas de vestir, no de punto	49.295,79	5,36
33	Aceites esenciales; perfumer.	42.341,61	4,61
72	Fundición, hierro y acero	38.335,40	4,17
27	Combustibles, aceites mineral.	37.820,83	4,12
87	Vehículos automóviles; tractor	34.157,98	3,72
69	Productos cerámicos	32.990,80	3,59
32	Tanino; materias colorantes; p	32.331,57	3,52
61	Prendas de vestir, de punto	31.392,99	3,42
73	Manuf. De fundic., hier./acero	29.779,08	3,24
94	Muebles, sillas, lámparas	27.242,91	2,96
39	Mat. plásticas; sus manufactu.	20.118,66	2,19
	Subtotal	692.064,29	75,31
	Total productos exportados a EAU	918.987,42	100

Fuente: Estacom.

10 PRIMEROS CAPÍTULO IMPORTADOS POR ESPAÑA DE EAU EN 2009

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
39	Mat. plásticas; sus manufactu.	14.467,89	18,03
37	Combustibles, aceites mineral.	11.823,45	14,73
29	Productos químicos orgánicos	9.863,73	12,29
76	Aluminio y sus manufacturas	8.241,71	10,27
85	Aparatos y material eléctricos	6.770,58	8,44
84	Máquinas y aparatos mecánicos	5.707,49	7,11
89	Barcos y embarcaciones	5.440,06	6,78
73	Manuf. de fundic., hier./acero	3.502,55	4,36
87	Vehículos automóviles; tractor	1.797,66	2,24
40	Caucho y sus manufacturas	1.750,51	2,18
59	Tejidos técnicos, recubiertos	983,10	1,23
52	Algodón	862,94	1,08
62	Prendas de vestir, no de punto	833,49	1,04
69	Productos cerámicos	738,11	0,92
72	Fundición, hierro y acero	710,97	0,89
	Subtotal	73.494,23	91,59
	Total productos importados de EAU	80.245,47	100,00

Fuente: Estacom.

«RATING» RIESGO-PAÍS

EUROMONEY

	mar-10	sep-09	Var. (1)
EAU	71,94	79,38	7,44
España	76,48	81,74	5,26
Noruega (máx.)	94,05	98,14	4,09
Zimbawe (mín.)	6,00	6,70	0,70

(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-0: Zimbawe (5,49)

«RATING» DEUDA SOBERANA

MOODY'S

ABRIL 2010

	Largo plazo	Corto plazo
EAU	AA2	P-1
España	Aaa	P-1

S. & P.

ABRIL 2010

	Largo plazo	Corto plazo
EAU	AA	A-1+
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.

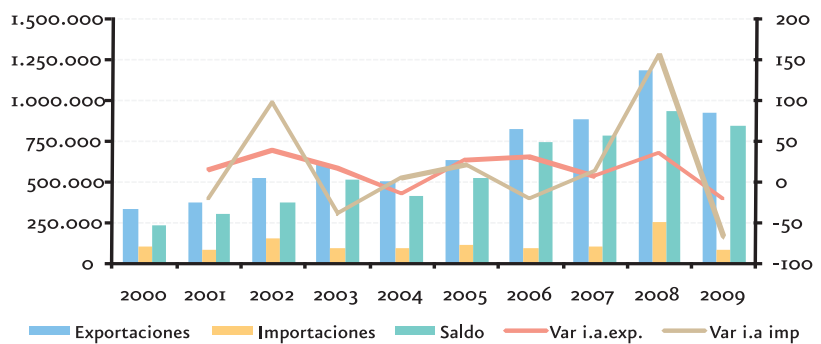
S.&P. De menor a mayor riesgo

AAA, AA(+,-), A(+,-), BBB(+,-), BB(+,-), B(+,-), CCC(+,-), CC, C, "NR": not publicly rated

mos años, el país ha atraído un importante flujo de capital exterior vinculado a la remodelación y expansión de aeropuertos, el desarrollo de infraestructuras de transporte, hoteles y centros comerciales, entre otros proyectos. Es cierto que el estallido de la crisis financiera en 2007 y las dificultades de Dubai han motivado una reducción del flujo inversor, pero los observadores internacionales coinciden en que se trata de un paréntesis que debería dar paso a un nuevo impulso, exento, no obstante, de los excesos y el frenetismo del pasado.

Balanza comercial España - EAU

(Miles de euros)



Fuente: Estacom y elaboración propia.

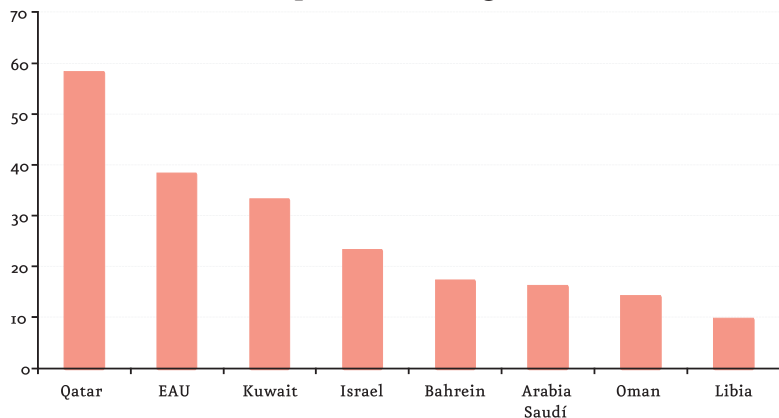
El Plan 2030 y la iniciativa Masdar de Abu Dhabi son sólo algunos ejemplos de las innumerables oportunidades que ofrece en estos momentos el país. El primero prevé una amplia reconfiguración urbanística y de transporte del emirato, mientras que el segundo apuesta por un desarrollo sin precedentes de las energías renovables.

Junto a ello, EAU es un mercado con una de las rentas per cápita más altas del mundo y el centro neurálgico y de compras de todo Oriente Medio. El creciente poder adquisitivo de una minoría de su población, el alto nivel del consumo y el gusto por las marcas europeas convierten a este país en uno de los mayores escaparates del mundo para los productos de lujo. Para convencerse basta con pa-

searse por una de las calles más emblemáticas de Dubai, Trade Center Road, que no tiene nada que envidiar a la Quinta Avenida neoyorquina o a los Campos Elíseos parisinos.

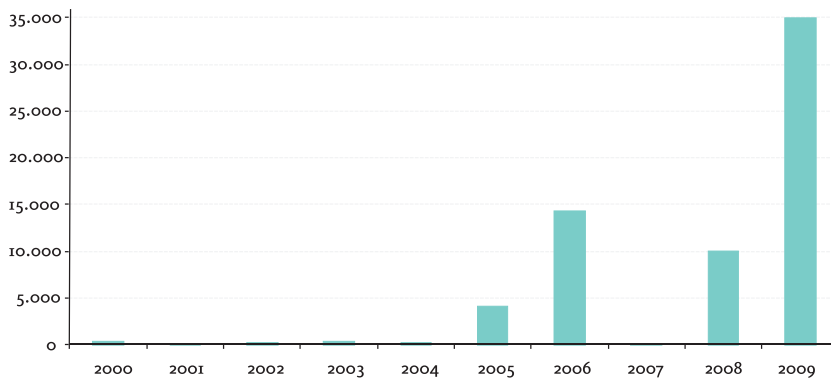
Pero, además, el país del Golfo constituye una extraordinaria plataforma de acceso a los mercados de la región y del sur asiático. La frenética actividad del puerto de Dubai, por la que transitan anualmente unos 10,6 millones de contenedores con una carga de alrededor de 130 millones de toneladas (según datos de Dubai Ports en 2007), da cuenta de la clara proyección exportadora de la economía emiratí. La multiculturalidad del mercado de EAU, en el que el 80% de la población es extranjera, con un claro predominio de indios y paquistaníes, constituye, además, un estupendo

Comparación de la renta per cápita de EAU con los países de la región



Fuente: Ecwin.

IED española en EAU 1993-2009 (miles de euros)



Fuente: Datainvox y elaboración propia.

banco de pruebas antes de abordar los difíciles mercados asiáticos, con los que la economía del Golfo mantiene importantes lazos comerciales y económicos.

INTERÉS CRECIENTE DE ESPAÑA

El extraordinario panorama de oportunidades que ofrece el mercado de los EAU no ha pasado desapercibido para las empresas españolas. Tras Marruecos y Argelia, EAU se ha convertido en el tercer destino de las exportaciones españolas a los países árabes, avanzando desde su tradicional sexta posición. En los últimos cuatro años, nuestras exportaciones a este país se han duplicado, en efecto, hasta alcanzar los cerca de 1.000 de euros. EAU es, además, el único país productor de petróleo con el que España mantiene una balanza comercial superavitaria.

También ha experimentado un notable crecimiento la presencia de nuestras empresas en el mercado. Si, en 2006, apenas cinco docenas de empresas contaban con algún tipo de implantación en el país, hoy son cerca de 150 las empresas españolas presentes en EAU, según datos del Ministerio de Industria y Comercio. Entre ellas destacan los nombres de Repsol, Acciona, Barceló Hoteles, Roca, Mapfre o Banco Sabadell, junto con una amplia representación de empresas de servicios de tamaño más modesto pertenecientes a los secto-

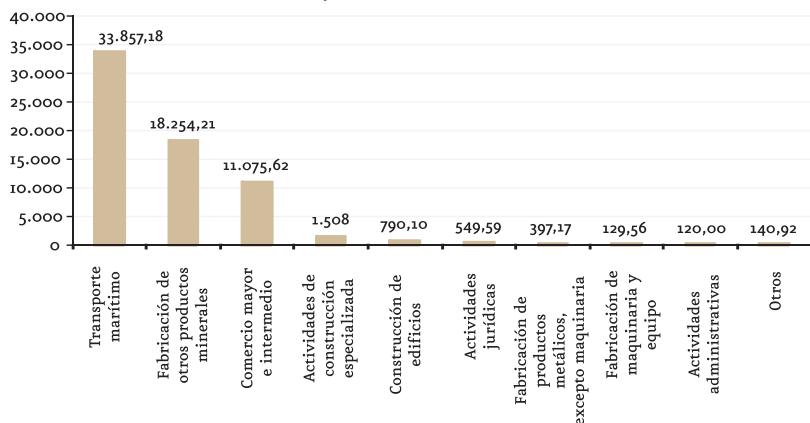
res de ingeniería y arquitectura, consultoría y asesoramiento jurídico, contabilidad, administración y gestión de empresas, entre otros.

La Administración española se ha hecho eco del interés creciente del mercado emiratí por parte de nuestras empresas incluyéndolo entre los países prioritarios de su actuación. En 2008, fue aprobado, de esta forma, el Plan integral de desarrollo de mercado para los países del Consejo de Cooperación del Golfo, el mismo año en el se creaba el mercado común del Golfo. Sus objetivos no son otros que potenciar el desarrollo de las relaciones comerciales y de inversión con la región, acercando sus oportunidades como mercado de consumo, centro de negocios y escenario de importantes planes de desarrollo,

transporte e infraestructuras a través de acciones de información, promoción y financiación; en este último campo, mediante el Fondo de Estudios de Viabilidad. Dotado con 15 millones de euros durante su período de vigencia (2009-2011), el plan destaca como principales sectores de interés para las empresas españolas los de energías renovables, gestión y distribución de agua y energía eléctrica, el transporte y la ingeniería en general, entre otros.

Sin duda, y como recordaba el pasado mes de abril el ministro de Industria, Turismo y Comercio, Miguel Sebastián, con ocasión de 1ª Comisión económica mixta España-Emiratos Árabes, los flujos bilaterales comerciales y de inversión actuales no dan cuenta del amplio potencial de negocio que ofrece el mercado. Desde luego, la bonanza del petróleo es, en buena medida, el principal responsable del indudable atractivo de EAU, pero el crudo sólo representa hoy una reducida parte de las oportunidades de este mercado, cuyas ambiciones van más allá de batir récords en materia urbanística y arquitectónica. Convertirse en el hub regional para Oriente Medio y el sur asiático en materia comercial, logística y financiera es la verdadera ambición de este reducido país del golfo Pérsico ::

Principales sectores de inversión neta española en EAU 1993-2009 (miles de euros)



Fuente: Datainvox y elaboración propia.

El mundo en 2050: más sur y más Oriente

La riqueza de las naciones determina el poder y la importancia relativa que los países ejercen en las plataformas de toma de decisiones y contribuyen a la formación de los equilibrios geopolíticos que subyacen en las relaciones internacionales. Pero esta riqueza y posición relativa no es un valor estático. De hecho, el mundo que conocemos hoy tiene un aspecto considerablemente distinto al que los modelos económicos predicen para 2050. Los países emergentes, sin ninguna duda, serán los protagonistas del escenario que se avecina. Y es que el último episodio de crisis internacional ha comenzado a consolidar el tejido económico internacional del futuro que comienza a hilvanarse, confirmando el traslado progresivo del centro de gravedad mundial hacia otras latitudes.

Verónica López Sabater

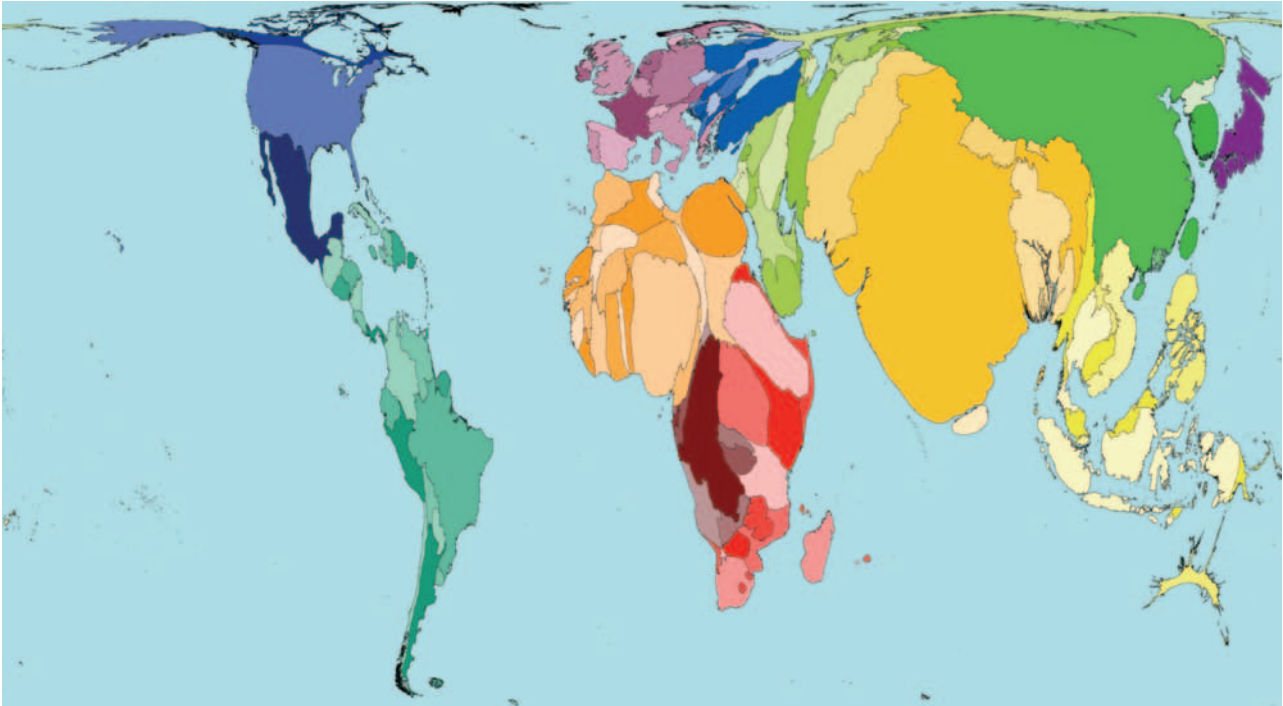


Si en los últimos 40 años, las tres superpotencias económicas han sido EEUU, Europa y Japón, las que ocuparán esta posición en los próximos 40 serán, con toda probabilidad y por este orden, China, EEUU e India, acompañadas en cuarto lugar por la Unión Europea, si ésta consigue actuar en

bloque, con firmeza y sin titubeos a nivel internacional.

Las proyecciones generadas por los modelos de crecimiento económico más contrastados anuncian un fuerte y rápido crecimiento de los países emergentes en las próximas décadas. Si está

Mapa de población 2050



Fuente: www.worldmapper.org. © Copyright 2006 SASI Group (University of Sheffield) y Mark Newman (University of Michigan).

previsto que las economías del G-20 crezcan a tasas anuales del 3,5%, más del 60% del crecimiento de este grupo procederá del subgrupo BRIC (Brasil, Rusia, India y China) más Indonesia y México, economías que crecerán al 6% anual en promedio, forzando una menguante representación de los países del G-7 de un 72 a un 40% en 2050 en este foro.

Las fuentes del elevado crecimiento en los emergentes son el alto, aunque en clara reducción, crecimiento de la población, las sólidas ganancias de productividad y la adopción y generación de nuevas tecnologías, todo ello acompañado de tasas de inversión muy por encima de las realizadas en los países más desarrollados.

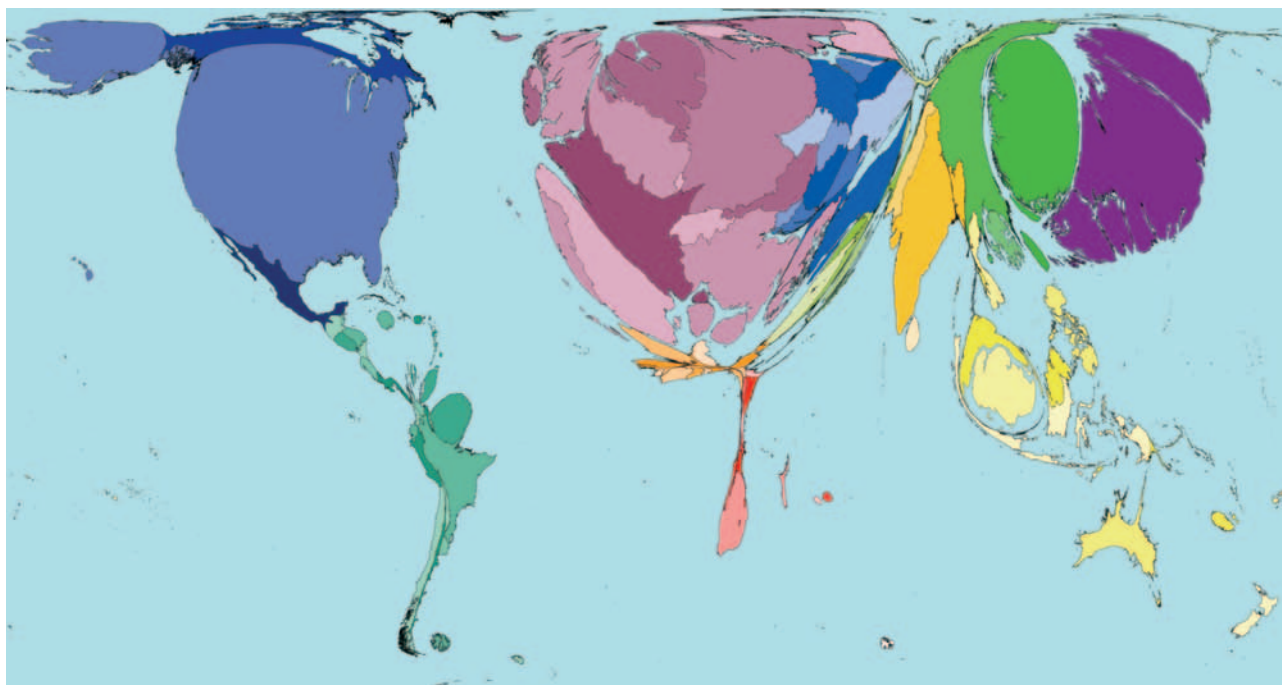
En materia de población, Naciones Unidas prevé que el tamaño de la población mundial será de 9.200 millones de personas en 2050, con el consecuente crecimiento neto de la población en edad de trabajar en más de 1.300 millones de personas, todas ellas en países emergentes y en desarrollo, siendo la contribución de los países desarrollados a esta variable negativa en más 100 millones. En cuanto a la acumulación de capital, si los países desarrollados han mantenido tasas anuales de inversión del 20% del PIB, los países en desarrollo han alcanzado puntualmente tasas de hasta el 35-40%, y se estima que China e India inviertan a ritmos del 34% en los próximos 40 años, en contraposición a países como Reino Unido o Alemania, que se estima lo harán en torno a la mitad. Los avances tecnológicos, su asunción,

su puesta al día, adaptación a las condiciones locales e, incluso, su desarrollo en países emergentes se está produciendo a ritmos espectaculares, favorecido en casos puntuales (Rusia, China) por el importante segmento de población altamente educado y cualificado para el desarrollo de esta actividad.

DE PAÍSES EN DESARROLLO A PAÍSES EMERGENTES

Ya en los años setenta, el Banco Mundial promovió el término de «países emergentes», que, por entonces y hasta principios de los años ochenta, incluía a España. Una década más tarde, cuando la crisis de la deuda pudo clausurarse oficialmente, el mundo de las finanzas adoptó dicho término e incorporó estos mercados entre sus operaciones diarias. Morgan Stanley creó en 1987 el MSCI Emerging Markets Index, que comprendía entonces 26 países emergentes. JP Morgan diseñó en 1992 el Emerging Markets Bonds Index (EMBI), que agrupaba a 30 países concebidos como una categoría de riesgo y una tipología singular de activos de inversión caracterizados por ser de alto riesgo y alta rentabilidad, en contraposición a los países industrializados, que tradicionalmente han ofrecido bajo riesgo y baja rentabilidad (al menos, hasta hace unos meses). A partir de entonces, la presencia, importancia y relevancia de los países emergentes en la economía mundial no ha hecho más que crecer: en 1997, el Banco Mundial anticipaba la importancia de los *big five* entre los países en desarrollo (Brasil, Rusia, India, Indonesia

Mapa de importadores de energía



Fuente: www.worldmapper.org. © Copyright 2006 SASI Group (University of Sheffield) y Mark Newman (University of Michigan).

y China) en la configuración de la economía global en 2020 y, en 2001, el economista de Goldman & Sachs, Jim O'Neill, acuñó con el término BRIC a los países emergentes (Brasil, Rusia, India y China), que consideraba ya entonces auténticos motores del crecimiento económico mundial.

Ya son, sin embargo, algunos los foros, como la OCDE, que han contribuido a borrar las delimitaciones entre países emergentes y países industrializados: hay ya emergentes en el seno de la OCDE, como México, Corea del Sur, Turquía y Polonia; la más reciente incorporación corresponde a Chile. Es también relevante el hecho de que ya son muchos los países donantes entre los emergentes que vienen conformando una nueva fuente de cooperación internacional al desarrollo, que, bajo el término «cooperación sur-sur», opera al margen de las más tradicionales prácticas «certificadas» por el

Comité de Ayuda al Desarrollo de la OCDE.

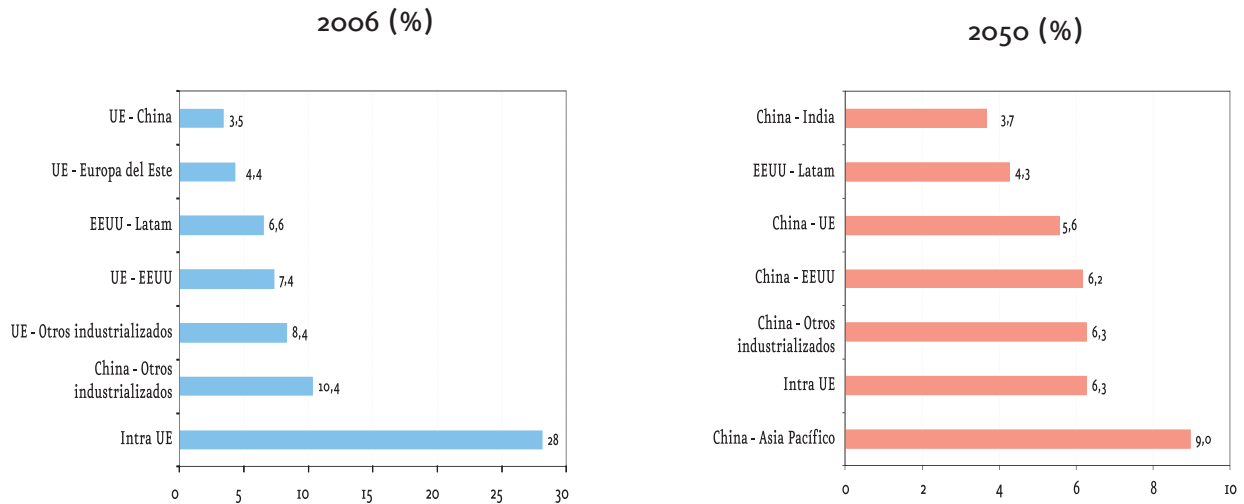
Más significativa es la transmisión del testigo del G-8 al existente G-20 como foro internacional de toma de decisiones en materia económica tras la irrupción de la más reciente crisis, transmisión que ha supuesto un avance en la ecuanimidad de la representación y equilibrios internacionales, demanda que, sin embargo, se encuentra aún lejos de estar culminada y satisfecha. En este sentido, son todavía numerosísimas las instancias en las que las ponderaciones y repartos de poder vigentes no representan los equilibrios existentes -y menos conforme transcurren los años- de la importancia de las naciones en el orden internacional. Claro ejemplo de ello es el Fondo Monetario Internacional, en cuyo seno se debate desde hace años un nuevo reparto de poderes en los

órganos de decisión sin llegar a consensos. Naciones Unidas es otro de los organismos multilaterales que demanda una clara transformación en este sentido, junto con el Banco Mundial, la Organización Mundial del Comercio y otros.

¿QUIÉNES Y CÓMO SON LOS PRINCIPALES EMERGENTES?

China, India, Rusia y Brasil son los emergentes de mayor importancia, porque juntos aglutinan más de la mitad de la población mundial y del crecimiento económico, pero no son los únicos. En este destacado grupo se encuentran entre 20 y 30 países (el número de integrantes varía en función de la fuente utilizada), como los asiáticos Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia; los latinoamericanos Argentina, Chile, Colombia, México y Perú; Arabia Saudí en Oriente Medio; los europeos del este República

Principales socios comerciales como porcentaje del total del volumen de comercio mundial (2006 frente a 2050)



Fuente: Carnegie Endowment for International Peace, basado en UN Comtrade.

Checa, Hungría y Polonia, y los africanos Egipto, Marruecos y Sudáfrica.

Sin embargo, el camino a la institucionalización de un nuevo grupo/foro de países ha sido emprendido por los cuatro grandes, que celebraron el pasado mes la segunda de sus cumbres anuales en Brasil. Existen pocas similitudes históricas o geográficas entre los cuatro motivadores de una posición común en temas estratégicos y sí muchas diferencias: Brasil e India son países democráticos, mientras que China y Rusia no lo son; todos menos Brasil cuentan con armamento nuclear, y Brasil y Rusia abogan por una mayor liberalización del comercio agrícola internacional, no así China e India. No obstante lo anterior, el grupo mantiene un diálogo abierto y, a menudo, con posiciones coincidentes sobre cuestiones fundamentales, como el cuestionamiento de la permanencia del dólar estadounidense como moneda internacional, la reforma de la Organización de las Naciones Unidas y de la Organización Mundial del Comercio, la decisión de no asumir compromisos establecidos en ámbitos como los relacionados con el cambio climático (como pudimos apreciar en la recientemente celebrada cumbre de Copenhague) o la amenaza nuclear.

LA PARADOJA DE LUCAS

En este artículo ahondamos sobre unas cuantas de las innumerables dimensiones en las que la forja de los nuevos equilibrios mundiales tiene particular impacto. Una de ellas es la reestructuración del ahorro global y de las inversiones de capital, que vienen de la mano de

la tendencia que venimos apuntando en este artículo.

Los países emergentes se han convertido en proveedores de liquidez al resto del mundo y en actores fundamentales de los flujos de inversión, tanto en destino como, lo que es novedad, en origen. Sus empresas y fondos (soberanos o privados) invierten en países industrializados, en otros emergentes y en muchos en desarrollo. Somos testigos, incluso, de una suerte de efervescencia de acuerdos bilaterales entre emergentes que tratan de «independizarse» del uso del dólar en sus relaciones comerciales, como el aún incipiente entre China y Brasil, utilizando sus propias monedas en sustitución de la divisa por excelencia, el dólar estadounidense, cuya preeminencia viene siendo cuestionada en los últimos tiempos por estos dos países, entre otros de gran peso en la economía mundial.

Esta paradoja es parcialmente resultado de la ausencia de un sistema financiero moderno capaz de canalizar el ahorro interno acumulado en estas economías emergentes, generando flujos de capital hacia las economías más maduras. Parece ser también resultado de las políticas de disciplina monetaria y fiscal que los emergentes adoptaron de forma sostenida tras las numerosas y frecuentes crisis sufridas en los años ochenta y noventa, en las que los desequilibrios macroeconómicos llevaron a estos países al borde del abismo, tal y como la actual crisis ha mostrado a las economías más avanzadas que ser «rico» no exime de enfrentar serias dificultades económicas.

Naciones Unidas, en su *World Investment Report*, estima que son alrededor de 21.500 las multinacionales radicadas en países emergentes. En términos de

inversión extranjera directa (IED), las multinacionales de países como India, Brasil y China se han consolidado en los últimos años como importantísimos inversores globales, adquiriendo activos tanto en países OCDE como en países emergentes y en desarrollo. En 2008, año de profunda crisis internacional, mientras que más del 40% del total de IED mundial tuvo como destino países emergentes, habiendo mostrado un crecimiento interanual de más del 11%, su contraparte industrializada fue protagonista de una caída de más de un tercio en el mismo período. La presencia de la IED de países emergentes en África subsahariana, especialmente la procedente de China, es asimismo impresionante y, para muchos analistas, preocupante. Ésta se encuentra vinculada, en gran medida, a garantizar la provisión energética y alimentaria del gigante asiático, siendo ya el continente africano la segunda fuente de petróleo del país oriental tras EEUU.

Los países emergentes se han convertido en proveedores de liquidez al resto del mundo y en actores fundamentales de los flujos de inversión tanto en destino como, lo que es novedad, en origen

De forma paralela al actuar de los emergentes, las multinacionales de los países OCDE miran hacia los países emergentes como fuente sostenida de crecimiento, de personal cualificado y de innovación: según un estudio realizado por The Economist Intelligence Unit, las multinacionales tienen expectativas de que el 70% del crecimiento mundial en los próximos años provenga de países emergentes, el 40% del cual sólo de dos países, China e India. Asimismo, de las empresas listadas en el Forbes 500, 98 cuentan con instalaciones de I+D en China y 63 en India.

Como anécdota ilustrativa, recordaremos que, hace escasas semanas, conocimos que el hombre más rico del mundo, según el listado que la revista Forbes elabora anualmente, ya no es, como venía siendo en los últimos 15 años, el estadounidense Bill Gates, sino el mexicano Carlos Slim. Además, entre las 10 más grandes fortunas aquí representadas, cuatro corresponden a ciudadanos de países emergentes (México, India -2- y Brasil) y la tendencia con seguridad se intensificará en el futuro.

CAMBIO EN LAS RELACIONES COMERCIALES

Otra dimensión, la comercial, será testigo en los próximos 40 años de la preeminencia del comercio intraemergentes. Si la Unión Europea es en la actualidad el ámbito comercial más importante del mundo, representando casi un tercio del total de los flujos comerciales que tienen lugar a nivel mundial, en 2050, ésta, aunque mantendrá un digno segundo

lugar, representará apenas un 6,3% del volumen total de comercio. El primer lugar lo ostentarán los flujos comerciales que, originarios en China, tengan como destino los países emergentes de su entorno.

RETOS PRESENTES Y RIESGOS LATENTES

El escenario de futuro aquí mostrado presenta enormes oportunidades, acompañadas, cómo no, de importantes retos y riesgos potenciales.

En materia energética, es significativo el hecho de que, por primera vez en 2008, los países no OCDE superaron en consumo de energía a los países OCDE, de acuerdo con el *BP Statistical Review of World Energy* para 2008. Además, este informe anuncia que la continua debilidad en el suministro de petróleo y la creciente demanda por parte de los países no miembros de la OCDE suponen un reto al que se enfrenta la industria para mantener la seguridad de suministro energético.

En cuanto a las relaciones internacionales, es latente el riesgo de que, durante los próximos años, éstas pasen de forma casi exclusiva por el ya denominado G-2 y que sean las dos potencias dominantes (EEUU y China) las que diriman las grandes decisiones estratégicas, ostentando además las posiciones de principal deudor y principal acreedor (mutuos) del mundo. Todo ello agudizado si los problemas de gobernabilidad y representación de los organismos y foros internacionales más relevantes y decisivos de la arquitectura internacional no se resuelven con prontitud.

La amenaza del cambio climático es, asimismo, un riesgo de creciente magnitud conforme la toma de decisiones en cuanto a la asunción de medidas preventivas se pospone en el tiempo. El efecto negativo sobre el bienestar de los emergentes y en desarrollo será ineludiblemente más agudo que en los países más avanzados, afectando a las predicciones aquí apuntadas. La fracasada cumbre de Copenhague, celebrada el pasado mes de diciembre, ha dado muestras de lo segmentada que se encuentra la discusión entre los grupos de países más avanzados, por un lado, y los emergentes y en desarrollo, por otro.

Y, aunque la reciente crisis no ha supuesto, como se esperaba, una vuelta al proteccionismo comercial más radical, su aparición puede constituirse en el más importante riesgo, dado que las hipótesis de crecimiento del modelo dependen de las importantes ganancias de eficiencia y del avance tecnológico que sólo unos mercados internacionales abiertos permiten acometer.

Lo que sin duda tendrá lugar es un traslado del centro de gravedad del mundo hacia el sur y Oriente, del cual seremos testigos. Quizá, por una vez, la proyección de Mercator deje de ser la modalidad de mapa-mundi que consultemos en el futuro cercano ::

La IED en la economía española en 2009 y perspectivas 2010

Tanto la IED española en el exterior, que ascendió a 13.709 millones de euros en 2009, como la recibida por nuestro país, que alcanzó los 11.710 millones de euros, descendieron un 58 y un 60%, respectivamente, en relación con el año anterior. La contracción de los flujos de entrada y de salida es consecuencia de la muy desfavorable coyuntura económica mundial, las dudas sobre la recuperación económica, las restricciones en el acceso a la financiación y la reducción de los beneficios empresariales.

Esther Rodríguez Fernández



EVOLUCIÓN DE LA IED HASTA 2009

Entre 2004 y 2008, la inversión extranjera directa (IED) en España ha evolucionado de manera claramente distinta a nuestra inversión en el exterior. Durante este período, las empresas españolas invirtieron intensamente en el exterior, reduciendo así su exposición al mercado doméstico y diversificando riesgos. Por otro lado, el crecimiento económico experimentado por España presio-

nó al alza los precios, lo que contribuyó a hacer menos atractiva la inversión extranjera en nuestro país. Desde finales de 2008 y durante todo 2009, los flujos de inversión españoles, tanto de entrada como de salida, han sufrido caídas significativas debido a la crisis financiera y a la escasez de financiación y parece probable que tenga lugar una evolución similar a la que hemos asistido hasta 2008.

EVOLUCIÓN EN 2009 (I): IED DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR

A lo largo del ejercicio 2009, los flujos de IED, en términos brutos y excluyendo las operaciones de las entidades de tenencia de valores extranjeros (ETVE) de España en el exterior, ascendieron a 13.709 millones de euros, según los datos recientemente publicados por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (MITyC). Esta cifra es un 58% inferior a la registrada en 2008 y un 86% menor a la correspondiente a 2007, año en el que la inversión de nuestro país en el exterior alcanzó la cifra récord de 96.647 millones de euros.

No cabe duda de que la caída de las inversiones españolas en el exterior se ha visto negativamente afectada por la crisis económica y financiera, que ha restringido el acceso a la financiación y encarecido el crédito. También han afectado a la inversión la desconfianza, que continúa suscitando la recuperación económica global, y el incremento en la percepción del riesgo.

EEUU se consolidó como el principal destino de la inversión española directa en el exterior

Países

La inversión española apostó decididamente por el mercado estadounidense un año más. Las empresas españolas invirtieron allí 4.887 millones de euros en 2009, lo que supone casi un 36% de la inversión total española en el exterior, frente al 23% del pasado año. Por detrás se situaron Reino Unido (20,5%), seguido de Brasil (7,0%), Suiza (3,4%), Irlanda (3,2%), Francia (2,8%) y Portugal (2,8%).

Dos son los motivos principales por los que la inversión española directa en el exterior se concentró geográficamente en Estados Unidos: los planes de estímulo del Gobierno americano y el plan Made in/by Spain, diseñado por el MITyC para apoyar institucional y comercialmente a las empresas españolas en los sectores que reciben

más ayuda en los planes de recuperación. Según los datos del Instituto Español de Comercio Exterior (ICEX), que gestiona este plan, los sectores en los que más ha incidido el plan son infraestructuras, energía y biotecnología. Durante el pasado año se realizaron casi 300 acciones de promoción, con una participación de más de 1.500 empresas españolas. El plan Made in/by Spain continuará en 2010 con un número similar de actividades de promoción.

La IED recibida por España descendió un 60% respecto al año anterior, en línea con lo sucedido en los países desarrollados

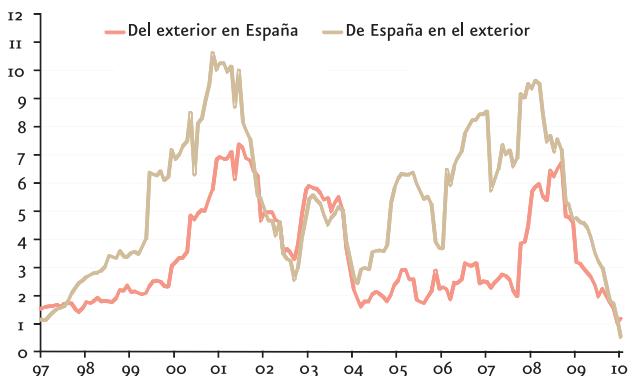
Sectores

En 2009, la inversión española en el extranjero se volvió a concentrar en el sector bancario, representando un 44,9% del total del volumen invertido ese año. Así, el pasado año se invirtieron 6.150 millones de euros, lo que representa un 42% menos respecto al año anterior. El sector de producción de energía eléctrica y gas ha conservado el segundo puesto, que ha ocupado también los dos años anteriores, con una inversión que alcanzó los 5.922 millones de euros (18,0% del total). Seguros y planes de pensiones concentró 791 millones de euros (5,8% del total), seguido por fabricación de otros productos minerales no metálicos, con inversiones por valor de 441 millones de euros (3,2% del total), y extracción de crudo de petróleo y gas natural, con una inversión anual por importe de 360 millones de euros (2,6%).

EVOLUCIÓN EN 2009 (II): IED DEL EXTERIOR EN ESPAÑA

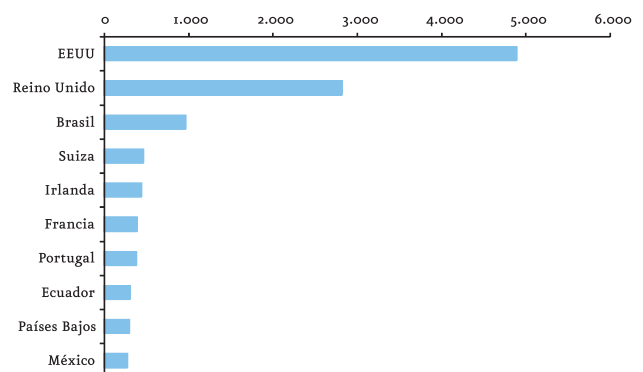
La inversión extranjera en España en 2009 alcanzó la cifra de 11.710 millones de euros, un 60% menos que el año anterior. Esta caída se debe a la situación económica actual, a las dudas sobre la recuperación económica global, a la reducción de los beneficios

Inversión extranjera directa (% del PIB)



Fuente: Afi a partir de Banco de España.

Principales países destinatarios de la IED española en 2009 (Millones de euros)



Fuente: elaboración propia a partir de MITyC y DatainveX.



empresariales y a las restricciones en el acceso a la financiación, que constituye una limitación significativa a la hora de iniciar nuevos proyectos de inversión. Según destaca Invest in Spain, Sociedad para la Promoción y Atracción de las Inversiones Exteriores, perteneciente a la Secretaría de Estado de Comercio del MITYC, la evolución de la IED recibida por nuestro país «está en línea con la caída de los flujos de inversión a nivel mundial». Esta fuente destaca que Suecia, Reino Unido, o Hungría recibieron una IED menor en un 64, 92 y 164%, respectivamente, respecto al año inmediatamente anterior.

Países

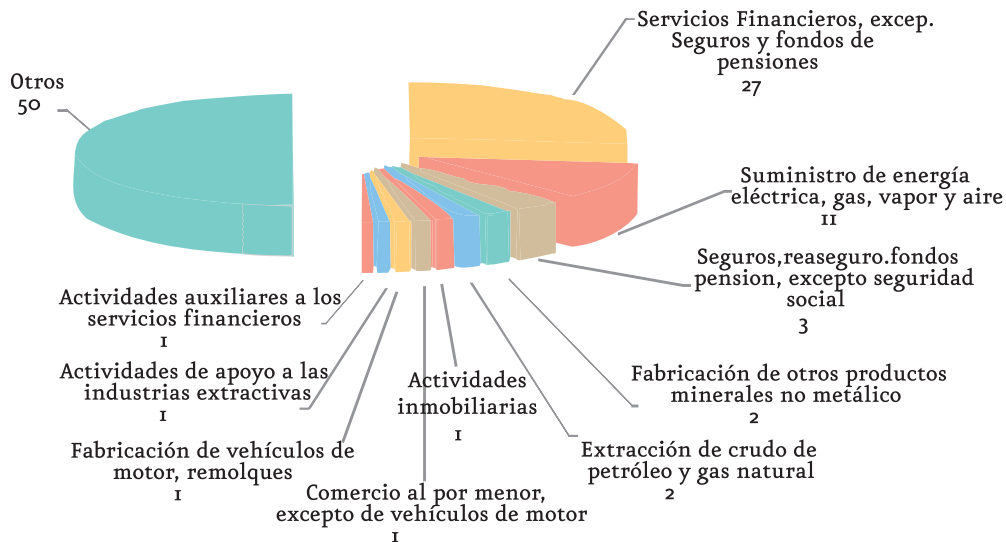
Durante el pasado año, el principal inversor en nuestro país fue Emiratos Árabes Unidos, con 3.331 millones de euros (28,3% del total de la inversión recibida), seguido de los Países Bajos, con 2.616 millones de euros (22,3% del total). En el caso de este país, muchas de las inversiones realizadas han estado relacionadas con operaciones efectuadas a través de sociedades *holding* situadas en Holanda, debido a las ventajas fiscales existentes en aquel país. Luxemburgo es el tercer país que más invirtió en España (1.218 millones de euros), seguido por Francia y el Reino Unido (490 millones de euros). Este último ocupó en 2008 el primer puesto en el *ranking* de inversión debido a la compra de la empresa española Altadis por Imperial Tobacco, incrementando notablemente la IED británica recibida ese año.

Invest in Spain destaca que, el pasado año, no tuvo lugar ninguna operación significativa de fusión o adquisición de empresas españolas, operaciones que, en la actualidad, son consideradas las «principales fuentes de IED en las economías desarrolladas». Por otra parte, el mismo informe de esta sociedad de promoción señala que las desinversiones se redujeron un 29,4% respecto a 2008 (2.665 millones de euros), representando el menor volumen de desinversiones registrado en los últimos 14 años.

Sectores

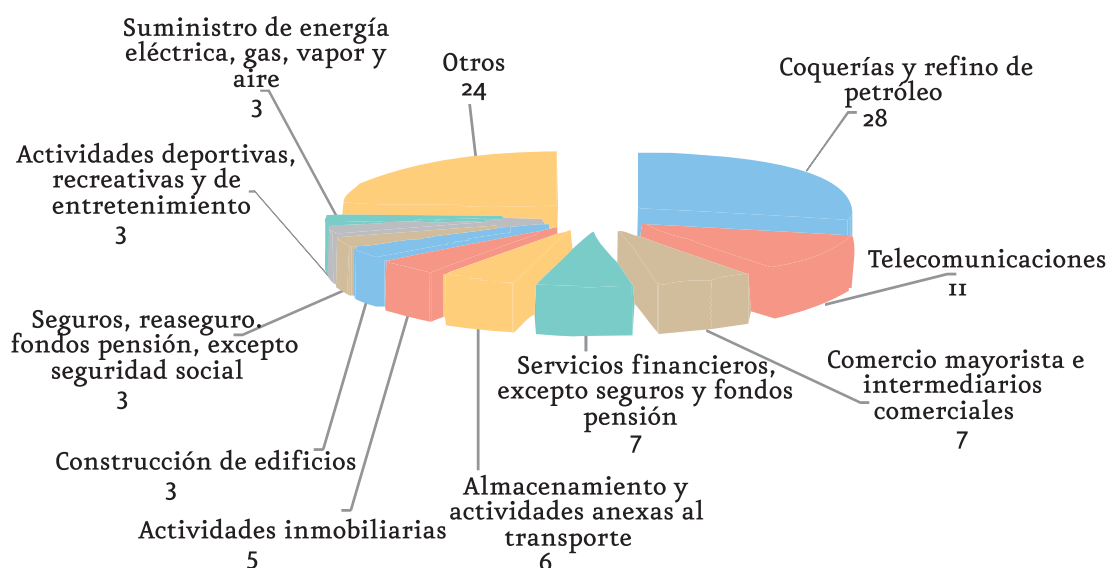
Los sectores destinatarios de IED extranjera en España han sido el sector del refino de petróleo, con una inversión de 3.313 millones de euros (28,30% del total) en Cepsa por el fondo soberano IPIC (International Petroleum Investment Company) de Emiratos Árabes Unidos, y el sector de las telecomunicaciones, que atrajo 1.319 millones de euros (11,26 %) con

Principales sectores destinatarios de la IED española en el exterior en 2009 (%)



Fuente: elaboración propia a partir de MITYC y DatainveX.

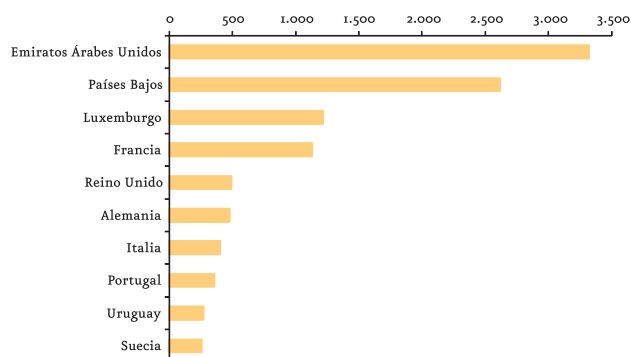
Distribución Sectorial IED en España en 2009 (%)



Fuente: elaboración propia a partir de MITyC y Datainvox.

la inversión de France Telecom en su filial española Orange. Le siguen el comercio mayorista e intermediarios comerciales, los servicios financieros (excluye seguros y fondos de pensiones) y el almacenamiento y actividades anexas al transporte, con 866 millones de euros, 859 millones de euros y 664 millones de euros, respectivamente. Las actividades inmobiliarias recibieron 539 millones, un tercio menos que en 2007, cuando se alcanzó el máximo del lustro, y un 78% menos para la construcción de edificios. Ello es debido, entre otros motivos, al deterioro que experimenta el sector inmobiliario a nivel global y con especial intensidad en nuestro país.

Principales países de origen de IED en España en 2009 (Millones de euros)



Fuente: elaboración propia a partir de MITyC y Datainvox.

EVOLUCIÓN PREVISTA PARA 2010

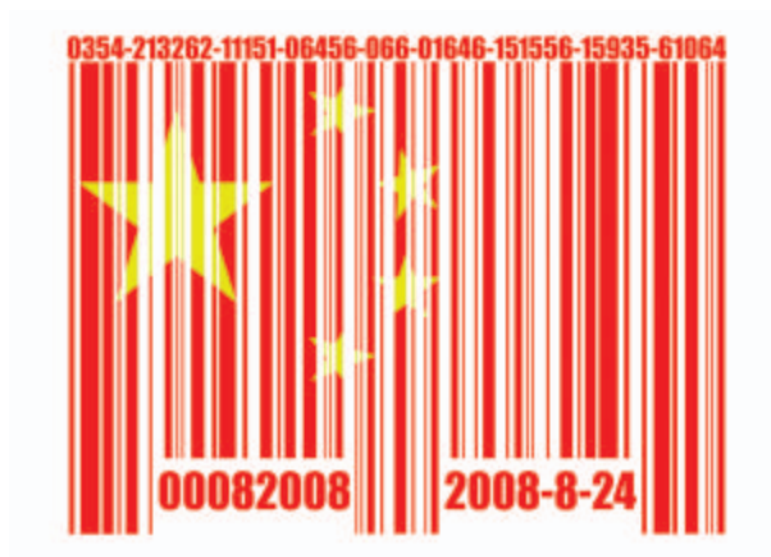
En 2009, la crisis ha lastrado de forma muy significativa las inversiones españolas en el exterior y también las decisiones de inversión del resto del mundo en España. En enero de 2010, y por primera vez desde finales de 2003, el saldo de la inversión extranjera directa de la balanza financiera ha sido positivo, es decir, las entradas de inversión por este concepto han superado las salidas de flujos. La desconfianza que continúa suscitando la recuperación global, con la excepción del Asia emergente y algunas economías de América Latina, constituye una limitación relevante a la hora de emprender un proyecto de inversión de estas características. Aun sin restarle importancia a este componente, son, sin duda, las restricciones de financiación y la necesidad de reducir, en general, los volúmenes de endeudamiento heredados de la última fase expansiva los que están desincentivando la búsqueda de oportunidades a medio plazo en los mercados exteriores, un patrón que no descartamos tenga continuidad en los próximos meses ::

FUENTE DE LOS DATOS

Generalmente, es el banco central el responsable de proveer las estadísticas de inversión extranjera directa de un Estado y así ocurre en nuestro país. Sin embargo, las estadísticas del Registro de Inversiones Exteriores (RIE), dependiente del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (MITyC), son las que detallan el flujo de inversión de las empresas de un sector o de un país. Por ello, y aunque la serie del RIE no incluya los flujos de financiación entre la matriz y su(s) filial(es), ni la inversión en bienes inmuebles, ni la reinversión de beneficios, preferimos presentar la información que publica el RIE por ser más detallada por país de recepción/origen y sector.

La apreciación del yuan:

implicaciones e impacto en el comercio exterior español



La política cambiaria de China ha vuelto a escena a raíz de las presiones ejercidas por EEUU para limitar los controles que impiden la apreciación del yuan. La controversia en la que China se encuentra inmersa, resultado de una potencial flexibilización del tipo de cambio de su moneda, es de especial relevancia en el actual contexto de reactivación del comercio internacional y de la importante reanimación de la economía en este país.

Departamento de Análisis de Afi

La política cambiaria de China ha vuelto a escena en las últimas semanas a raíz de las presiones ejercidas por EEUU para que el país asiático limite los controles que impiden la apreciación del yuan desde finales de 2008. El anuncio del Tesoro de EEUU de retrasar la publicación de un informe que identifica a los países que manipulan los movimientos del tipo de cambio de su divisa, y que incluiría a China, prevista originalmente para el 15 de abril, pero que no se prevé que vea la luz antes de junio, responde a la expectativa de que, a corto plazo, Chi-

na adopte medidas «adecuadas» al respecto.

La infravaloración del yuan es citada con frecuencia como una de las principales causas de la acentuación de los desequilibrios globales en la última década, siendo éstos el elevado y creciente superávit chino y el abultado déficit por cuenta corriente de EEUU.

Oficialmente, China abandonó el régimen de tipo de cambio fijo del yuan frente al dólar en julio de 2005, conduciendo su divisa hacia una apreciación ordenada. Este movimiento se extendió hasta septiembre de 2008,

cuando las perspectivas de colapso del comercio internacional derivaron en la adopción de nuevas medidas de control del tipo de cambio por parte de las autoridades chinas. Desde entonces y hasta la fecha, el yuan cotiza en torno a 6,82 unidades frente al dólar.

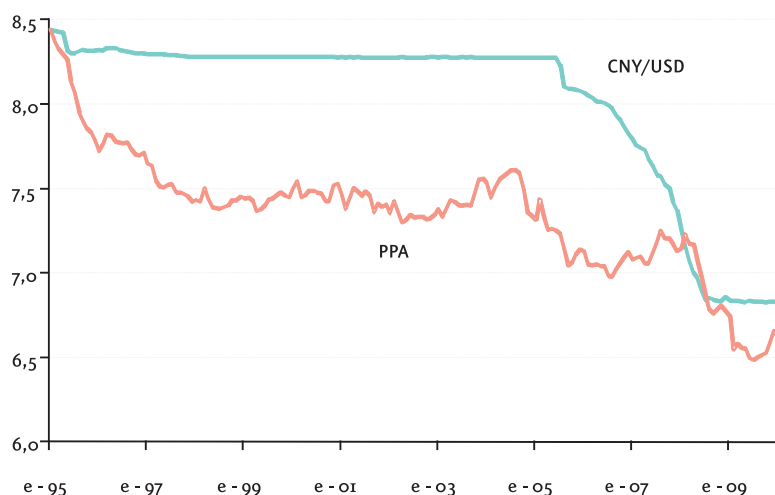
La infravaloración del yuan es citada con frecuencia como una de las principales causas de la acentuación de los desequilibrios globales en la última década

La controversia a la que se enfrenta China en relación con la potencial revaluación o flexibilización del tipo de cambio de su divisa es relevante, más aun en un contexto de tensionamiento progresivo de los tipos de interés destinado a poner freno a la expansión del crédito. El Banco Central de la República Popular China ya ha optado, ante los temores de sobrecalentamiento de la economía, por incrementar en dos ocasiones sólo en 2010 el coeficiente de caja por un total de 100 puntos básicos hasta el 15,5% y establecer limitaciones a la concesión de crédito.

EFFECTOS DE LA REVALUACIÓN

El efecto de dicha decisión sobre la balanza comercial china tiene una doble vertiente. Por un lado, la apreciación del yuan podría reducir la aportación de las exportaciones al crecimiento, factor clave en los últimos años de expansión de la economía china, en un escenario de recuperación, pero de menor dinamismo, del comercio mundial. Por otro lado, podría suponer un abaratamiento de las importaciones con el consiguiente impacto positivo en la balanza comercial, siendo el balance de ambos efectos de máxima importancia, teniendo en cuenta la preocupación de China por registrar tasas de crecimiento de su PIB inferiores al 8% anual. La revisión de los últimos datos de actividad, crédito y sector exterior de China son representativos de esta dicotomía. El plan de estímulo fiscal articulado

Yuan/dólar y tipo de cambio de equilibrio según PPA



Fuente: Afi a partir de Ecwin.

por el Gobierno a finales de 2009, muy focalizado en la inversión en infraestructuras y de importe equivalente al 15% del PIB, unido a la reactivación del comercio internacional, han devuelto el crecimiento del PIB a tasas del 10,7% interanual en el cuarto trimestre de 2009. Los datos correspondientes al primer trimestre de 2010 dan continuidad a

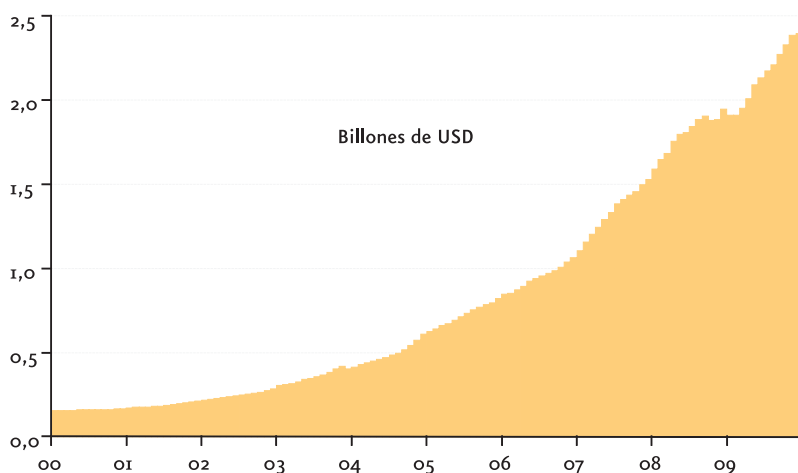
la aceleración de la actividad económica, con el plan de estímulo público todavía desempeñando un papel clave en la evolución de la inversión y en la generación de empleo. Como contrapartida, la inflación ha comenzado a repuntar, situándose en el 2,7% el pasado mes de febrero, frente al -1,8% registrado a mediados de 2009.

Paralelamente, la sólida expansión de la demanda interna ha impactado de forma notable en la evolución de las importaciones, que, con un crecimiento proporcionalmente superior al de las exportaciones, han provocado una reducción significativa del superávit de la balanza comercial china: a cierre de 2009 se ha situado en el 4% del PIB, aproximadamente la mitad del superávit registrado a finales de 2007.

Una de las premisas para avanzar en la corrección del desequilibrio entre la posición superavitaria de China y la deficitaria de economías como la estadounidense pasa no sólo porque EEUU incremente su ahorro, sino también por una mayor importancia relativa de la demanda interna en el modelo de crecimiento chino. Un endurecimiento excesivo de las condiciones monetarias internas podría lastrar su evolución, de ahí que una apre-



Reservas en moneda extranjera del People's Bank of China



Fuente: Ecowin.

ciación gradual y ordenada del yuan se pueda configurar como un instrumento de política monetaria restrictiva con implicaciones menos negativas sobre el consumo. Este escenario tendría como contra-

partida un menor ritmo de acumulación de reservas en dólares por parte del People's Bank of China (PBoC), que, a cierre de 2009, rondaban los 2,5 billones. La flexibilización del régimen de tipo de cambio

permitiría reducir el círculo de dependencia creado entre China y EEUU en los últimos años, en los que China se ha erigido como el principal prestamista de la economía estadounidense. El importante volumen de reservas acumulado supone un colchón para China, pero, a su vez, incrementa el riesgo de una potencial pérdida de su valor asociada a una depreciación acusada del dólar.

En suma, durante los próximos meses asistiremos, con toda probabilidad, a un movimiento de flexibilización del tipo de cambio del yuan que se ajuste a la realidad económica de recuperación del ciclo internacional. La apreciación será, en todo caso, ordenada, puesto que el banco central tratará de limitar presiones especulativas sobre sus mercados y movimientos que deterioren la competitividad de sus productos. En cualquier caso, un ajuste cambiario es deseable en aras de fo-



mentar la circulación de capitales y de comercio de bienes y servicios a nivel internacional, vitales para potenciar la capacidad de recuperación mundial.

IMPLICACIONES PARA EL COMERCIO EXTERIOR ESPAÑOL

Aunque la cuota de China en las exportaciones totales de bienes españoles es todavía reducida, su incremento desde finales de 2004 ha sido muy representativo. A cierre de 2009, ésta se situaba en el 1,26% (superior a la de Brasil y cada vez más próximo a la de México), casi el doble de los registros de hace seis años.

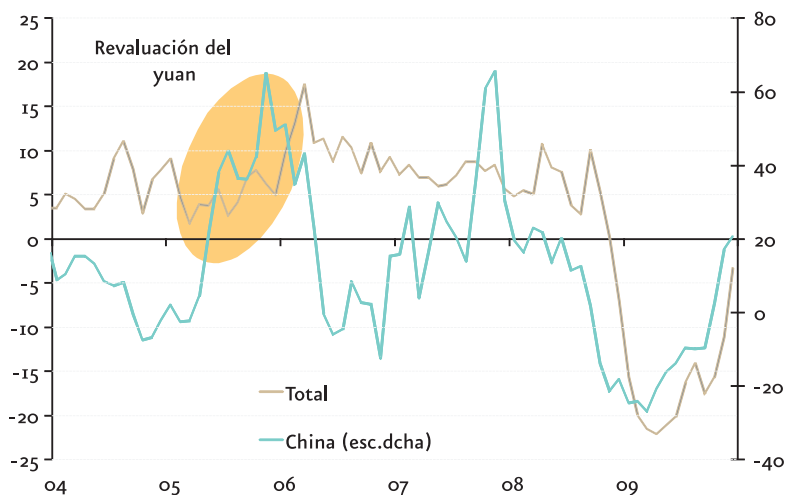
China ha ganado peso como destino de las exportaciones españolas en los últimos años

Su fuerte dinamismo explica parte de este comportamiento. Entre 2000 y 2007, el crecimiento promedio de las exportaciones a China fue del 22%, frente al casi 8% de las exportaciones totales (en precios corrientes). El impacto de la revaluación del yuan de mediados de 2005 fue muy positivo, acelerando la senda de recuperación observada desde finales del año anterior. En el contexto actual, el tirón de la demanda de las economías asiáticas, y entre ellas de la china, ha tenido un papel clave en la reactivación de las exportaciones españolas de bienes en la recta final de 2009.

En principio, se podría deducir que un movimiento de apreciación del yuan frente al dólar estadounidense, asumiendo la estabilidad o una ligera apreciación del dólar con el euro, favorecería las ventas de productos españoles a China. Sin embargo, la intensificación de los flujos comerciales entre ambas economías se ha traducido en un aumento mayor de las importaciones de España de la economía asiática. Exportaciones totales de bienes de China y las realizadas a China (tasa interanual, precios corrientes)

En cuanto al saldo de la balanza co-

Exportaciones totales de bienes de China y las realizadas a China (tasa interanual, precios corrientes) (%)



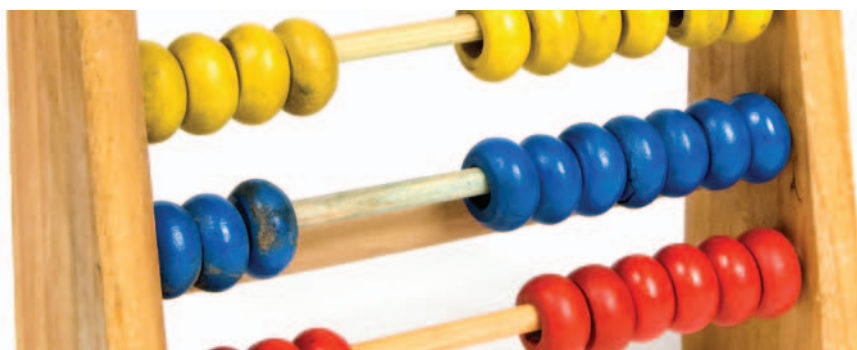
Fuente: Afi a partir de Datacomex.

mercial, éste ha sido deficitario en 2009 por un importe de 12.500 millones de euros. De hecho, China es el cuarto origen de las importaciones de bienes españolas, con una cuota próxima al 7% del total, sólo por detrás de Alemania, Francia e

Italia. Quedaría por ver hasta qué punto, en un escenario de apreciación del yuan, el encarecimiento relativo de las importaciones deriva en la búsqueda de nuevos orígenes que puedan ofrecer productos sustitutivos de los adquiridos a China ::



La determinación de los precios de exportación



El precio de exportación es un aspecto esencial en toda negociación comercial internacional y puede condicionar el acceso exitoso a un nuevo mercado exterior. Para la determinación de dicho precio, es necesario contar con información sobre el mercado de destino y tener en cuenta las características diferenciales del producto, así como las condiciones de entrega al cliente. Si bien la elección del método de fijación de precios vendrá condicionada por la estrategia empresarial, a continuación se dan algunas claves para el cálculo de los precios de exportación.

Ana Domínguez Viana

LA IMPORTANCIA DE LOS PRECIOS DE EXPORTACIÓN

Los precios de exportación fijados por la empresa no sólo incidirán en el nivel de ingresos que ésta obtenga de su ventas exteriores, sino que se constituyen en uno de los pilares de su estrategia de marketing internacional. Éstos condicionan en buena medida los resultados del proceso de penetración en nuevos mercados y, si se quiere, del propio proceso de internacionalización empresarial.

El nivel de precios va a venir además determinado por el posicionamiento del producto y/o servicio de la empresa, así como por la imagen de éste en el mercado de destino.

En la negociación comercial, aun cuando en general se aconseja emplear argumentos de venta diferentes del precio, éste es un elemento esencial en dicha negociación y se integra, junto con los términos de entrega de la mercancía o las condiciones de pago, entre otros, dentro del conjunto de aspectos objeto de dicha

negociación. El precio final ofrecido al cliente será además el resultado, como en toda negociación, de otros elementos condicionantes que determinan el poder negociador de las partes. Entre dichos elementos, figuran el volumen de mercancía objeto de la compra-venta, la posibilidad de desarrollar una relación comercial a más largo plazo o la cuota de mercado que posee el cliente en el país de destino.

Es ciertamente relevante diseñar una adecuada política de fijación de precios. La empresa ha de ser consciente de lo importante que es calcular correctamente el precio de exportación, ya que ello, además de determinar la modalidad de comercialización de sus productos y/o servicios en el mercado exterior, puede comprometer la competitividad de los mismos en tal mercado. La fijación del precio de exportación puede resultar más o menos compleja y es que la existencia de ciertos elementos ajenos al control de la empresa, como las fluctuaciones de tipo de cambio o de costes



del transporte, dificultan la tarea. No obstante, es conveniente tener presente algunas consideraciones que se perfilan a continuación.

ASPECTOS QUE CONSIDERAR EN LA FIJACIÓN DE LOS PRECIOS DE EXPORTACIÓN

A la hora de determinar los precios de exportación, es importante contar con información sobre el mercado de destino tanto de la oferta (nivel de competencia) como de la demanda. La empresa habrá de conocer las características del mercado y de los nichos específicos de su interés, así como el perfil del tipo de consumidor objetivo. Es por tanto oportuno realizar un análisis del mercado identificando las cadenas de distribución existentes, las pautas de consumo y diferenciar los segmentos o bandas de precio para elegir el posicionamiento de sus productos de acuerdo con la política comercial de la empresa, estableciendo el precio final dentro de banda de precios deseada.

Para abordar con éxito un mercado exterior, es importante diseñar una adecuada política de fijación de precios

El precio será diferente para cada mercado-país, ajustándose a las características que presenten cada uno de ellos, sin perjuicio de que el precio de exportación también pueda diferir en función del cliente y del número de intermediarios que configuran la cadena de distribución empleada.

Junto con las características del mercado de destino, como es lógico, las condiciones pactadas de entrega de la mercancía exportada también serán determinantes del precio. En la práctica comercial internacional se recurre a los *Incoterms 2000* como términos comerciales estandarizados indicativos del lugar de entrega, de las obligaciones y responsabilidades de exportador e importador, la transferencia de riesgos y los costes. En función de las condiciones de entrega, el exportador tendrá que soportar distintos costes y, con ello, repercutirá precios diferentes (cadena de precios). No obstante, aunque en los casos en que el *Incoterm* elegido

suponga que los gastos de transporte internacional, de seguro de transporte y aduaneros corran por cuenta del importador, el exportador ha de tener una cotización de éstos con la finalidad de determinar el precio final de su mercancía en destino.

En conjunto, el precio vendrá determinado tanto por elementos controlables por la empresa como por otros que se escapan de su control (barreras gubernamentales, respuesta de competidores, demanda, etc.). Independientemente de los costes de producción, se suele indicar como precio máximo posible aquel «que aguante el cliente en cada mercado». Las características de ese mercado, el nivel de competencia existente, la intensidad innovadora del producto y su nivel de exclusividad o diferenciación del resto de oferta existente condicionarán la elección de una estrategia de precios altos o bajos. No hay que olvidar que la empresa ha de buscar el mantenimiento de la competitividad de sus productos a largo plazo y que una ventaja competitiva basada solamente en precios reducidos no es generalmente una estrategia sostenible. En última instancia, la elección del método de fijación de precios vendrá condicionada por la estrategia empresarial.



PRECIOS DE EXPORTACIÓN FRENTE A PRECIOS DOMÉSTICOS

Tanto los precios fijados para el mercado doméstico como para el de exportación han de estar en consonancia con los objetivos y estrategia global de la empresa. A pesar de que los precios de exportación en condiciones EXW (en fábrica) podrían calcularse de forma directa, recurriendo al precio aplicado en las ventas domésticas, lo cierto es que normalmente, para exportar las mercancías, hay que llevar a cabo una serie de adaptaciones, como aquellas relacionadas con el

COSTES SOPORTADOS POR EL EXPORTADOR SEGÚN EL INCOTERM PACTADO

INCOTERM 2000	EXW	FCA	FAS	FOB	CFR	CPT	CIF	CIP	DAF	DES	DEQ	DDU	DDP
	En fábrica	Franco transportista	Franco al costado del buque	Franco a bordo	Coste y flete	Tte. pagado hasta...	Coste, seguro y flete	Tte. y seguro pagados	Entregado en frontera	Entregado sobre buque	Entregado sobre muelle	Entregado derechos no pagados	Entregado derechos pagados
Gastos por cuenta del exportador	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Gastos de embalaje y comprobación/control	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Gastos de recogida en almacén		■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Gastos de transporte en país de origen		■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Gastos aduaneros exportación		■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Gastos de terminal en origen			■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Gastos de transporte internacional					■	■	■	■	■	■	■	■	■
Prima de seguro de transporte						■	■	■	■	■	■	■	■
Gastos de terminal en destino											■	■	■
Gastos aduaneros importación													■
Gastos de transporte en país de destino												■	■
Gastos de entrega al cliente												■	■

Fuente: ICEX y Cámaras de comercio.

★ Negociable entre exportador y cliente extranjero

embalaje. El precio de exportación ha de tener en cuenta las circunstancias del mercado de destino; el punto de partida para su cálculo no necesariamente ha de ser el precio del mercado nacional.

Con todo, el precio de exportación no tiene por qué ser siempre superior al del mercado nacional: en el caso de que la empresa disponga de capacidad productiva ociosa, puede optar por establecer precios menores en los nuevos mercados exteriores.

CÁLCULO DE CADENA DE PRECIOS DE EXPORTACIÓN O «ESCANDALLO»

Para obtener la cadena de precios de exportación hay que tener presente que no existe una fórmula o instrumento de cálculo exacto. Sí existen, y a continuación se indican, algunas orientaciones para su cálculo:

El exportador podrá tratar de identificar el precio al que tendría que vender su producto en el mercado exterior en cuestión, siguiendo un procedimiento de cálculo «de origen a destino». A partir de los costes de fabricación y del margen de contribución que desea obtener, llegará a un precio de venta que se adecue al posicionamiento deseado para el producto en el mercado de destino, tomando en consideración los precios de los productos competidores. En principio, dicho margen de contribución no debería ser muy diferente al establecido por la empresa en su mercado doméstico o en otros mercados exteriores, aunque sí habrá de recoger la tasa de riesgo y el posicionamiento en el nuevo mercado.

En este proceso de cálculo se van incorporando los distintos costes y márgenes aplicados por los intermediarios comerciales de la cadena de distribución, que podrán variar en función del sector y mercado de destino, siguiendo el esquema del cuadro «Esquema de cálculo de la cadena de precios de exportación». Así se obtiene la cadena de precios para las distintas condi-

ciones de entrega de la mercancía al comprador para un mismo margen de contribución, llegando hasta el precio de venta que soporta el margen de contribución deseado por el exportador, precio que habrá de ser comparado con el observado en el mercado.

Esta tarea de observación resultará obviamente más sencilla para bienes de consumo que para bienes industriales. Para obtener un precio de referencia de éstos últimos, podrán analizarse variables como el nivel de producción del país de destino, la procedencia de sus importaciones, el precio final de los productos manufacturados y el poder adquisitivo de los clientes.

Los precios de exportación han de estar en consonancia con la estrategia global de la empresa

Si el precio de venta obtenido superase el del mercado de destino, tendrá el exportador que valorar las posibilidades de un cambio de posicionamiento, así como podrá valerse de la realización del cálculo en el sentido contrario: «de destino a origen». En este caso, el exportador tratará de averiguar si es rentable el margen de contribución que obtendría con el precio de venta observado en el mercado teniendo en cuenta los costes de la cadena de distribución y su coste variable. Para este cálculo se puede seguir el esquema del cuadro «Esquema de cálculo de la cadena de precios de exportación».

El margen de contribución obtenido en la modalidad de cálculo «de destino a origen» puede ser inferior al deseado por el exportador, situación en la que habrá de considerar la posibilidad de reducir los costes de intermediación (suprimiendo, por ejemplo, algún eslabón de la cadena de distribución) y, si esta medida fuese insuficiente, habrá de evaluar la conveniencia de trabajar con un margen de contribución menor que el deseado u optar por un cambio de estrategia de entrada en el mercado ::

ESQUEMA DE CÁLCULO DE LA CADENA DE PRECIOS DE EXPORTACIÓN

¿A qué precio debe vender el exportador para conseguir el margen de contribución que desea?

- + Coste materias primas y otros materiales
- + Coste mano de obra directa
- + Otros costes directos de fabricación

- Coste Variable Bruto (CVB) (no incluye gastos gnrles, ni indirectos)

- Impuestos / tasas, devueltos

- Coste Variable Neto (CVN)

- + Margen de Contribución (Mc) (para cobertura gastos gnrles. y obtención ganancia)
 - = % s/ Valor EXW ⇨ Valor EXW ¿?
- ⇩
- Fórmula aprox. inicial de Mc: $(\% Mc_1 * CVB * 2,5)$

- + Coste seguro de crédito
 - + Coste seguro de cambio
 - + Gastos financieros por aplazam. cobro
 - + Coste comisión agente
 - + Coste adaptación producto a mercado exportación (incl. embalaje)
 - + Coste prep. documentos exportación
- ⇩
- Valor EXW*
- Ha de recalcularse Mc, para obtener Precio EXW definitivo

Precio EXW (en fábrica)

Según INCOTERM pactado, añadir resto de costes, p. ej.:

- + Costes de manipulación
- + Coste transporte país origen
- + Gastos aduaneros exportación

- Precio FAS (Franco al costado del buque)
- + Costes puerto en origen

- Precio FOB (Franco a bordo)
- + Coste transporte internacional
- + Coste seguro de transporte

- Precio CIF (Coste, seguro y flete)
- + Costes puerto de destino
- + Gastos aduaneros importación
- + Coste transporte en país destino
- + Gastos de entrega al cliente

- Precio DDP (Entregado derechos pagados) Precio venta a importador

Añadir márgenes de intermediarios (aplicando % de recargo)

- + Margen mayorista (recargo) { % de recargo = margen / [1 - (margen/100)] (margen: dato a investigar o estimar) (si existe más de un intermediario, recargo se multiplica respecto a márgenes precedentes)

- Precio venta al minorista
- + Margen minorista/detallista (recargo)

- Precio al que exportador desea vender para obtener Margen de Contribución pretendido En general, precio del exportador no superará al de competidores en mercado destino (excepto caso productos diferenciados)

Ajustes de competencia (si proceden)

Margen de maniobra Resultante de comparativa entre precio deseado por exportador y precio mercado de destino

PRECIO VENTA PÚBLICO EN DESTINO

Para cierto precio de venta en destino, ¿qué margen de contribución puede quedarle al exportador?, con nivel de costes variables que posee

PRECIO VENTA EN DESTINO

(media estimada de productos competidores y sustitutivos)

- + - Ajustes de competencia
- + - Margen de maniobra
- Margen minorista / detallista (margen)
- Margen mayorista (margen)
- Precio DDP (Entregado derechos pagados) Precio venta a importador
- Costes puerto de destino
- Gastos aduaneros importación
- Coste transporte en país destino
- Gastos de entrega al cliente

- Precio CIF (Coste, seguro y flete)
- Coste transporte internacional
- Coste seguro de transporte

- Precio FOB (Franco a bordo)
- Costes puerto en origen

- Precio FAS (Franco al costado del buque)
- Costes de manipulación
- Coste transporte país origen
- Gastos aduaneros exportación

- Precio EXW (en fábrica)
- Coste seguro de crédito
- Coste seguro de cambio
- Gastos financieros por aplazam. cobro
- Coste comisión agente
- Coste adaptación producto a mercado exportación (incl. embalaje)
- Coste prep. documentos exportación

- Coste Variable Neto + Margen Contribución
- Coste materias primas y otros materiales
- Coste mano de obra directa
- Otros costes directos de fabricación
- + Impuestos / tasas, devueltos

- Margen de Contribución ⇨ % Margen de Contribución



«A los chilenos les gustan decir que ya no son un país latinoamericano, sino un miembro de pleno derecho de la ribera del Pacífico»

Chile

La tragedia del reciente terremoto chileno pone de relieve los logros de este país pionero global en tantos campos. Mientras que en Haití perecieron casi 250.000 personas a principios de año, en Chile fueron apenas medio millar, y eso que el terremoto austral fue casi quinientas veces más intenso que el caribeño. Indudablemente, la calidad de la construcción y la capacidad de respuesta de emergencia con posterioridad al sismo explican la mayor parte de la diferencia en pérdidas humanas.

No es la primera vez que Chile demuestra al mundo su capacidad de sorprender y de anticiparse a los grandes retos de la globalización. En un país con apenas 17 millones de habitantes, la política proteccionista de sustitución de importaciones practicada durante los años cincuenta y sesenta no tenía grandes posibilidades. La dictadura militar tampoco acertó, en un principio, a mejorar la competitividad exterior de la economía. La crisis de la deuda de 1982 causó grandes estragos. La vulnerabilidad del país ante las fluctuaciones en los precios de las materias primas se puso de manifiesto. El cobre, en concreto, suponía entonces casi el 80% de las exportaciones. Las reformas económicas, siempre orientadas hacia la exportación, han ayudado a reducir esa proporción a menos del 40%. Las ventas exteriores de pescado, conservas, fruta, papel, pasta de papel y vinos han tomado el relevo.

Chile también innovó en el sector financiero y las infraestructuras. En 1981, introdujo una reforma y privatización del sistema de pensiones que se ha traducido en un crecimiento in-

usitado del mercado de valores. También acometió una reforma: privatización, liberalización y desregulación de la energía y del transporte, que son estudiadas y emuladas en todo el mundo. En 2006, creó un fondo soberano para la estabilización económica y social, que, en 2008, contaba con 15.000 millones de dólares de activos.

A los chilenos les gustan decir que ya no son un país latinoamericano, sino un miembro de pleno derecho de la ribera del Pacífico e, incluso, de la región Asia-Pacífico. Aunque Estados Unidos sigue siendo su principal socio comercial, con el que tiene un tratado de libre comercio, China alcanzará el primer puesto en unos pocos años de continuar las tendencias actuales. Chile ha sabido además crear un marco institucional estable para la formulación de políticas macroeconómicas, la resolución de problemas legales y la atracción de capital extranjero. Y, por si esto fuera poco, goza de una estabilidad política envidiable tras la brutalidad de las juntas de los setenta y los ochenta.

Chile no es todavía un país rico, si bien su renta per cápita ajustada por el poder adquisitivo es la mayor de América Latina, pero solamente algo superior a la media de la Eurozona. Ha sentado las bases para seguir creciendo y eliminar la pobreza. El gran reto económico continúa siendo el desarrollo de actividades de valor añadido, no solamente las relacionadas con los recursos naturales, sino también con la transformación de los mismos. Chile es, desde muchos puntos de vista, un país que se debe admirar y emular ::

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

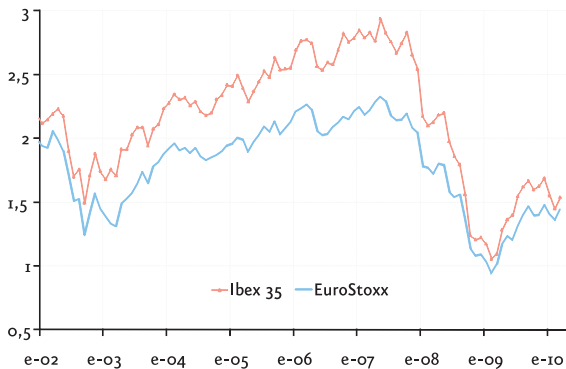
Entorno poco favorable para el Ibex-35

La crisis financiera ha desplazado el *focus* de los inversores hacia variables cualitativas en detrimento de variables cuantitativas. Ahora importa menos la «cantidad» de exceso de ROE que tenga el Ibex-35 frente al EuroStoxx, ya que los inversores están premiando la «calidad» de ese ROE. En este entorno, parece razonable esperar un peor comportamiento relativo del Ibex-35 en los próximos trimestres mientras (i) se ajustan los niveles de deuda, (ii) se recuperan los márgenes empresariales y (iii) se estabiliza la rentabilidad exigida a las cotizadas españolas.

Daniel Suárez Montes



Ratio precio/valor contable: Ibex-35 vs EuroStoxx



Fuente: Afi, FactSet.

EL IBEX-35 SE QUEDA ATRÁS

Cuando apenas quedan dos semanas para cerrar el primer trimestre del ejercicio, el Ibex-35 es de los pocos índices, dentro de los mercados desarrollados, que acumulan pérdidas en 2010. A cierre del 15 de marzo, el selectivo español registra una caída del 8,2% en el ejercicio, unas pérdidas que contrastan con los avances superiores al 2% de los principales índices de Reino Unido, EEUU o Japón. En la comparativa «euro», el Ibex-35 también sale mal parado cuando lo comparamos con el 3% de caída que acumula el EuroStoxx 300 en 2010.

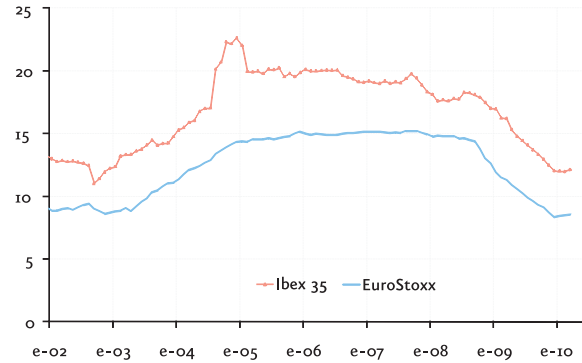
En el actual entorno económico-financiero, es probable una convergencia en los niveles de rentabilidad financiera de ambos índices: Ibex-35 frente a EuroStoxx

En media, el peor comportamiento relativo del Ibex-35 en lo que llevamos de 2010 frente al resto de índices señalados supera los nueve puntos porcentuales. Un peor comportamiento relativo que también observamos en los primeros meses de 2009, si bien entonces el grado de intensidad era sustancialmente menor (underperformance medio de dos puntos porcentuales), pero que contrasta con la ventana 2005-2008, cuando los arranques de año del Ibex-35 (tres primeros meses) batían, en media, al del resto de índices que comentamos. ¿Qué ha cambiado?

LOS INVERSORES ESTÁN CERRANDO EL GAP DE VALORACIÓN RELATIVA QUE DISFRUTABA EL IBEX-35

El ratio o múltiplo sobre fondos propio (precio/valor contable o P/VC) del Ibex-35 se sitúa actualmente en 1,53 veces, frente a las 1,44 del

Rentabilidad financiera (ROE): Ibex-35 vs EuroStoxx

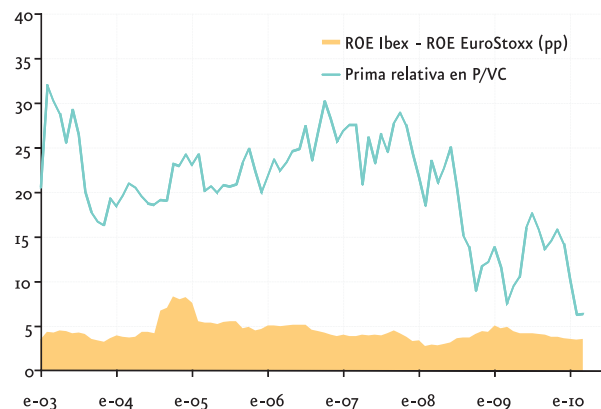


Fuente: Afi, FactSet.

EuroStoxx. Una prima en valoración del 6% a favor de Ibex-35, muy lejos del 25% de prima que llegó a superar en algunos meses de 2006 y 2007. ¿Por qué cotiza con prima, en términos de P/VC, el Ibex-35 y de qué depende el nivel de la prima? Rentabilidad financiera y sostenibilidad de la rentabilidad financiera, respectivamente.

La teoría financiera apunta que la relación entre el precio y el valor contable de las acciones (P/VC) será tanto mayor cuanto mayor sean las expectativas de rentabilidad y cuanto menor sea la rentabilidad exigida por los accionistas. En este sentido, son numerosos los estudios que confirman la relación positiva entre el nivel de rentabilidad financiera y la ratio P/VC. Una relación que se ha puesto de manifiesto en la valoración relativa del Ibex-35 frente al EuroStoxx (véase gráfico «Ratio precio/valor contable:

Precio/valor contable y ROE, Ibex-35 vs EuroStoxx*



*Diferencia, en puntos porcentuales, entre el ROE del Ibex-35 y el ROE del EuroStoxx y diferencia, en puntos porcentuales, entre el ratio P/VC del Ibex-35 y el del EuroStoxx.
Fuente: Afi, FactSet.

Ibex-35 vs EuroStoxx»): la prima en términos de P/VC con la que está cotizando el Ibex-35 desde el año 2002 cuenta con el «aval» de un mayor nivel de rentabilidad financiera (véase gráfico «Rentabilidad financiera: Ibex-35 vs EuroStoxx»).

Se espera un peor comportamiento relativo del Ibex-35 mientras se ajustan los niveles de deuda, se recuperan los márgenes empresariales y se estabiliza la rentabilidad exigida a las cotizadas españolas

Con todo, en los últimos meses estamos observando una caída vertical de la prima en valoración relativa del Ibex-35 (del 16 al 6% en apenas cuatro meses, véase gráfico «Precio/valor contable y ROE, Ibex-35 vs EuroStoxx»). Un estrechamiento entre los niveles de P/VC de cada mercado que no está justificado por la evolución del ROE del Ibex-35: continúa siendo superior al del EuroStoxx (12,1 frente a 8,5%) y con un *gap* que supera los tres puntos porcentuales. En febrero de 2008, por ejemplo, el *gap* en ROE era de 2,7 pp a favor de Ibex-35 (17,6 frente a 14,8%) y, sin embargo, la prima relativa en P/VC a favor del Ibex era del 18,6% (2,1x frente a 1,8x). Aquí entra en juego la segunda respuesta: la sostenibilidad de la rentabilidad financiera.

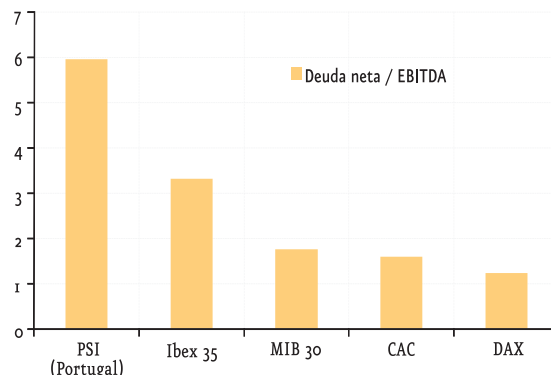
EL NIVEL DE ROE IMPORTA, PERO TAMBIÉN CÓMO SE ALCANZA ESE NIVEL

La crisis financiera ha desplazado el *focus* de los inversores hacia variables cualitativas, en detrimento de variables cuantitativas. Es decir, ahora importa menos la «cantidad» de exceso de ROE que tenga el Ibex-35 frente al EuroStoxx; los inversores están premiando la «calidad» de ese ROE. Y en este punto es donde está perdiendo la batalla el índice español.

Si analizamos la generación de ROE desde la perspectiva de la fórmula de Du Pont nos encontramos con tres variables claves: margen, apalancamiento y rotación. El protagonismo del apalancamiento en el ROE del Ibex-35, junto con el notable deterioro de los márgenes empresariales en los últimos trimestres, han dejado en una situación delicada a esa prima en valoración relativa (P/VC) que está disfrutando el Ibex-35.

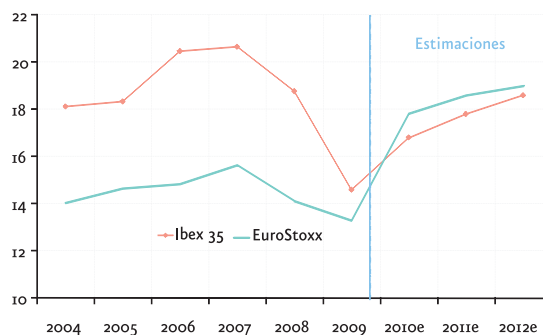
En un entorno económico-financiero que continúa bajo las fuerzas del desapalancamiento y la «desinflación» (presión sobre márgenes), es altamente probable una convergencia en los niveles de rentabilidad financiera de ambos índices. Además, la intensidad con la que se están

Ratio de endeudamiento índices europeos* ex financieros



*PSI en Portugal, Ibex-35 en España, MIB 30 en Italia, CAC en Francia y DAX en Alemania.
Fuente: Afi, FactSet

Margen neto de explotación (EBIT/ventas, %)



Fuente: Afi, FactSet.

desencadenando esas fuerzas en el mercado doméstico está llevando a los inversores a anticipar (a través de una aproximación en el ratio P/VC de ambos mercados) ese escenario de convergencia en los niveles de ROE.

El protagonismo del apalancamiento en el ROE del Ibex-35, junto con el notable deterioro de los márgenes empresariales en los últimos trimestres, han dejado en una situación delicada la valoración relativa que disfrutaba el Ibex-35

Por lo tanto, parece razonable esperar un peor comportamiento relativo del Ibex-35 en los próximos trimestres mientras (i) se ajustan los niveles de deuda, (ii) se recuperan los márgenes empresariales y (iii) se estabiliza la rentabilidad exigida a las cotizadas españolas ::

Asia: revaluación en puertas



La recuperación económica observada en la segunda mitad de 2009 se ha consolidado con especial intensidad en Asia, llevando a sus bancos centrales a iniciar la adopción de medidas de tensionamiento monetario. Durante los próximos meses, podríamos asistir, incluso, a movimientos en el tipo de cambio de China.

Pablo Guijarro

EL ROBUSTO CRECIMIENTO DE ASIA PROVOCA LA REACCIÓN DE LAS AUTORIDADES

Las señales de «vuelta» a los registros de crecimiento precrisis en Asia emergente están incrementando las probabilidades de asistir a un tensionamiento en las condiciones monetarias de la región. Lo está haciendo China, a través de subidas del coeficiente de caja y control del crédito bancario, y también Singapur, que ha decidido revaluar su divisa, en lo que puede constituir un precedente a futuros movimientos en otras economías de la región, siendo el del yuan el más barajado.

En este sentido, el banco central de Singapur ha situado el tipo de cambio del dólar singapurense en niveles de 1,3759 dólar singapurense/dólar estadounidense (+1,2%) -máximos desde agosto de 2008-, justificando esta decisión en la revisión al alza del crecimiento para 2010 de su economía (hasta el 9%) y en la necesidad de contener las presiones inflacionistas (para más información, véase recuadro «Régimen cambiario de Singapur»).

La subida en un escalón del *rating* de Corea del Sur por parte de Moody's (hasta A1, tal y como apuntaba nuestro modelo teórico de *rating* para economías

emergentes) se enmarca en este contexto de mejora generalizada en las expectativas sobre las economías asiáticas, reflejada en la apreciación continuada de sus monedas en los últimos meses. Frente al dólar, nuestro índice Afi de divisas asiáticas acumula una revalorización en el año superior al 2%.

¿QUÉ PODEMOS ESPERAR EN LOS PRÓXIMOS MESES?

El movimiento de Singapur constituye un importante precedente para el resto de la región, especialmente para China, cuyo crecimiento ha sido de un 11,9% en el primer trimestre de 2010. En un contexto de recuperación del comercio internacional y de tamaño recuperación económi-

ca, resulta difícil justificar una intervención continuada en el mercado de divisas, que, por otro lado, podría retroalimentar los desequilibrios globales que tan malos resultados desencadenaron a partir de 2007.

Por ello, y a la vista de los fundamentos de crecimiento de la región, no podemos descartar que las autoridades chinas opten finalmente por ceder y suavizar su grado de intervención en el mercado de divisas. El propio mercado anticipa movimientos a 12 meses vista: los NDF descuentan una revaluación de un 1,5% en los próximos 12 meses, aunque lo realmente destacable es que, en las últimas semanas, han comenzado a avanzar movimientos a más corto plazo, igual que sucedió en la parte final de 2009 ::



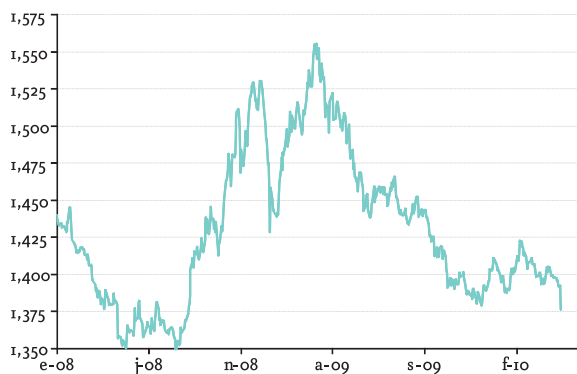
RÉGIMEN CAMBIARIO DE SINGAPUR

En el presente recuadro describimos sucintamente el esquema de política monetaria de Singapur. En esta economía, la Autoridad Monetaria de Singapur (MAS) actúa como banco central y, a diferencia de otras economías, la herramienta principal de política monetaria es el tipo de cambio y no los tipos de interés.

MAS gestiona el valor del dólar singapurense (SGD) frente a una cesta de divisas (que no es pública). Se trata de una flotación intervenida, sin una senda predeterminada para la evolución del tipo de cambio y en el seno de unas bandas que son desconocidas.

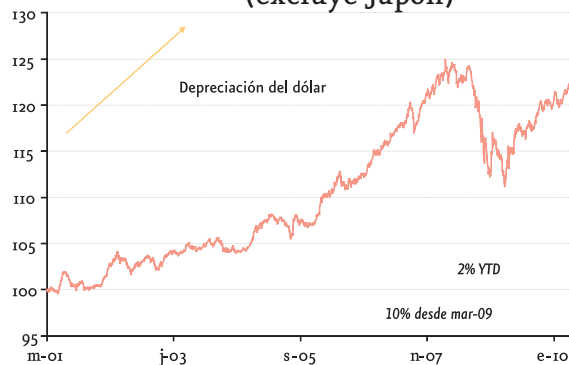
La política de tipo de cambio es anunciada cada seis meses, si bien las reuniones de MAS tienen lugar, generalmente, cada 15 días. Los cambios normalmente hacen referencia al valor de la banda de fluctuación del tipo de cambio y la moneda de intervención es el dólar estadounidense.

Dólar singapurense/dólar estadounidense



Fuente: Afi, Fixing BCE.

Índice Afi dólar estadounidense vs Asia (excluye Japón)



Fuente: Afi.

Endurecimiento de las condiciones monetarias en Asia

Las economías asiáticas vuelven a ejercer de motor de la economía mundial consolidando el papel que han desempeñado en el crecimiento global durante los últimos años. Bajo este contexto, los bancos centrales han comenzado a endurecer las condiciones monetarias con el fin de frenar la expansión económica y evitar su traslado a la inflación.

Álvaro Lissón

El inicio del endurecimiento de las condiciones monetarias por aumento de las presiones inflacionistas se consolida en la región asiática. Primero ha sido Singapur, quien daba sus primeros pasos al reevaluar su divisa y, en segundo lugar, India, cuyo banco central ha decidido elevar el tipo de intervención por segunda vez en el año (+25 puntos básicos hasta el 5,25%). Teniendo en cuenta la sólida recuperación económica y el repunte de la inflación en los últimos meses (9,9% en marzo), que ha llevado a los tipos de interés reales a situarse en terreno negativo, es previsible que el banco central continúe elevando el tipo de intervención durante los próximos meses.

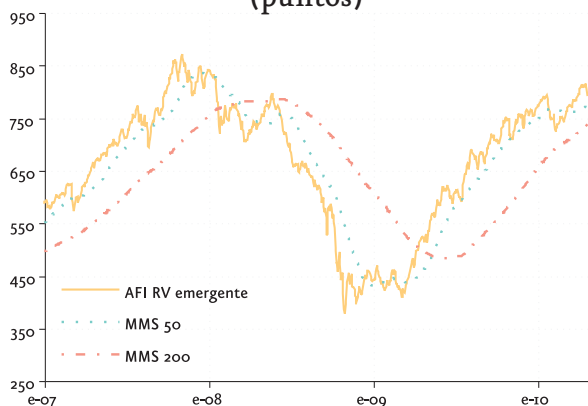
En este contexto, todas las miradas se dirigen a China, una economía que, durante el primer trimestre de 2010, ha registrado su mayor tasa de crecimiento desde el primer se-

mestre de 2007, con un PIB que ha avanzado un 11,9% en tasa interanual. Aunque el plan de estímulo fiscal, centrado en inversión en infraestructuras y por un importe equivalente al 15% del PIB, ha tenido un papel clave en la recuperación, no hay que menospreciar la fortaleza del consumo, un consumo privado que crece a ritmos espectaculares que superan el 20% interanual, alcanzando tasas de avance anteriores a la crisis.

Se consolida el inicio del endurecimiento de las condiciones monetarias por aumento de las presiones inflacionistas en Asia

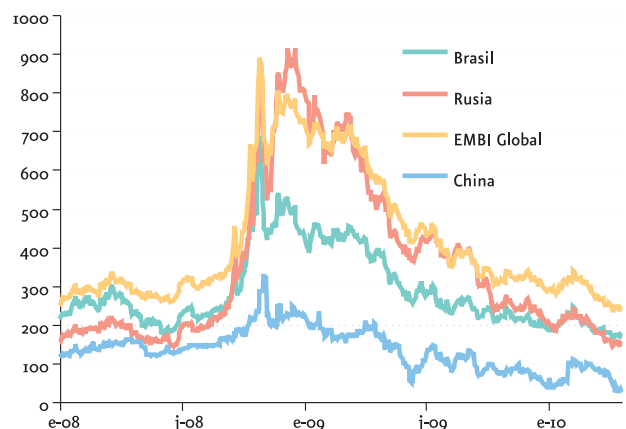
Fuera de la región asiática, el próximo país en subir los tipos de interés podría ser Brasil, una economía que acu-

Índice Afi de renta variable emergentes (puntos)



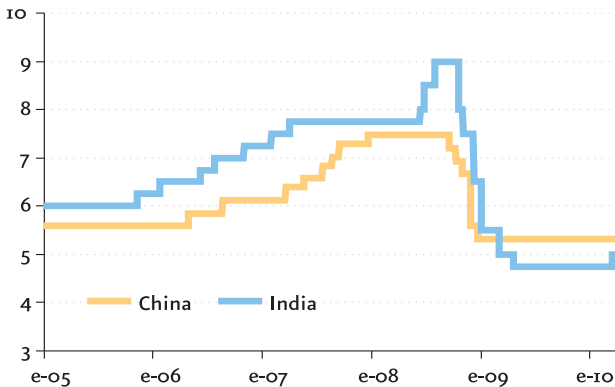
Fuente: Afi, Bloomberg.

Diferenciales soberanos (puntos básicos)



Fuente: JP Morgan.

Tipo de interés de referencia en India y China



Fuente: Ecowin.

mula tres trimestres consecutivos de sólida expansión (2% trimestral en el primer trimestre de 2010) y cuenta con una tasa de inflación que comienza a alejarse del objetivo de su banco central (5,2% en marzo, objetivo 4,5%). El mercado ya descuenta una subida de 50 puntos básicos a finales de abril, lo que situaría el tipo de interés de referencia en el 8,75%.

El inicio del endurecimiento de las condiciones monetarias y la fuerte tensión en los mercados de deuda pública del área euro apenas han tenido impacto en los mercados emergentes, que continúan capitalizando las señales de sólida recuperación económica y de fortaleza en sus fundamentos más estructurales. Así, en las últimas semanas, hemos contado con apreciaciones generalizadas de las divi-

sas, correcciones de los diferenciales soberanos y, aunque en menor medida por la elevada revalorización registrada en 2009, avances de las Bolsas (el índice Afi renta variable emergentes gana un 2% en el año).

Los mercados emergentes capitalizan la sólida recuperación económica y la fortaleza en sus fundamentos más estructurales

En este sentido, nuestro modelo de asignación regional en mercados emergentes (*Afi country model*) continúa situando en zona de sobreponderación a la región asiática y, fuera de Asia, a Brasil, tanto por criterios de valoración como de fundamentos macro. En lo que respecta a los mercados de renta fija, las correcciones de *spreads* soberanos a 10 años respecto a EEUU han sido muy significativas durante las últimas semanas, destacando China, con un diferencial de 27 puntos básicos respecto a EEUU, o, incluso, Perú, con un diferencial que alcanza los 138 puntos básicos, muy cerca de situarse en mínimos históricos. Teniendo en cuenta que los diferenciales se encuentran en la mayoría de los casos en precio respecto al nivel compatible con su calificación crediticia, no vemos margen de corrección adicional en el más corto plazo. Con un objetivo de inversión a medio y largo plazo, recomendamos la sobreponderación de deuda pública emergente, con exposición a aquellas economías que cuentan con potencial crecimiento, con bases estructurales sólidas y con margen para seguir recortando posiciones en materia de calidad crediticia respecto a las economías avanzadas ::



RECUPERACIÓN EN AMÉRICA LATINA

Con la publicación de los PIB del cuarto trimestre por parte de los principales países de América Latina, se confirma que la región se encuentra en plena fase de recuperación. Brasil ha liderado el crecimiento, con un avance de su PIB que ha sido del 2% en tasa trimestral, lo que ha supuesto encadenar tres trimestres consecutivos de crecimiento positivo. En términos interanuales, la economía ha crecido un 4,3%, con la demanda como principal factor de apoyo y, en concreto, gracias a la fortaleza del consumo privado (7,7% interanual) y de la inversión empresarial (3,3% interanual).

Detrás de Brasil se encuentran economías como Argentina, Chile, Colombia o Perú, con crecimientos del PIB que, en todos los casos, han superado el 1% en tasa trimestral, aunque con divergencias en cuanto a su composición. Mientras que en Chile se pueden observar mejoras en su demanda interna, el resto de economías continúan dependiendo de su sector exportador para crecer. Esta cuestión podría retrasar el inicio de subidas de tipos de interés por parte de sus bancos centrales, ya no sólo por la debilidad de las demandas domésticas, sino también por el impacto que podría tener sobre su demanda externa una potencial apreciación adicional de las divisas desde los niveles actuales.



«Más tardía sería la elevación de tipos por parte del BCE, que se enfrenta a una recuperación mucho más débil»

La recuperación agudiza las diferencias

Nuevo paso en la mejora de las perspectivas para la economía mundial, que, no obstante, intensifica las divergencias entre países. China acaba de publicar que, en el primer trimestre de 2010, su PIB creció un 11,9%, lo que supone, prácticamente, volver a las tasas registradas antes del inicio de la crisis internacional y alejarse de los mínimos del 6,2% de finales de 2008. En este abandono de la crisis, le estarían acompañando más países asiáticos (Singapur, Corea, India, etc.), así como Brasil, como paradigmas de capacidad de resistencia, pero, sobre todo, de recuperación, desnivelando la balanza a favor de los que defendían la capacidad de *decoupling* (disociación) de los emergentes. Pero lo que es más importante es que el crecimiento de estos países está ejerciendo de motor de arrastre para aquellos con mayores ventajas competitivas en el comercio mundial. Japón, pero también EEUU, comprueban cómo la recuperación de sus exportaciones permite avances del PIB, que, en el caso de EEUU, se ve impulsado, además, por una reanimación del consumo privado y de la inversión empresarial.

La creación neta de puestos de trabajo en el mes de marzo se configuraría como una pieza más en el proceso de recuperación económica de aquel país, aunque gradual, lenta y con riesgo de recaída, se estaría confirmando en este arranque de 2010. Varias señales adicionales así lo avalan como, por ejemplo, el repunte de los tipos de interés a 10 años (hasta el 4% desde el 3,25% de principios de año), la apreciación del dólar (al menos, contra el euro) y el cambio en el discurso de su autoridad monetaria.

A la confirmación de que se ha puesto fin a la totalidad (salvo mínimas excepciones) de las medidas no convencionales aplicadas desde verano de 2007 se le suman las primeras declaraciones de sus máximos responsables sobre la posibilidad de que haya que comenzar a pensar en una subida de tipos de interés. Sin que parezcan tan inminentes como en Australia (ya se sitúan en el 4,25% desde el 3% en septiembre de 2009), parece inevitable que terminen por endurecer unas extraordinariamente laxas

condiciones monetarias. De momento, no se vislumbran riesgos para la estabilidad de los precios, pero el reciente repunte de las tasas generales (provocadas por el encarecimiento del petróleo) podría trasladarse a las subyacentes si se apuntala la recuperación del consumo de las familias estadounidenses. Y en ese escenario es obvio que la Fed actuará con contundencia, como ya hizo durante la crisis financiera. Más tardía sería, en cualquier caso, la elevación de tipos por parte del BCE, que se enfrenta a una recuperación mucho más débil (las exportaciones alemanas se recuperan, pero el consumo doméstico sigue lastrando, siendo el francés el único que muestra cierto dinamismo), a una moneda todavía sobrevalorada, pero, sobre todo, a la incertidumbre sobre la situación de solvencia de algún país miembro de la UME, en concreto, Grecia. Cómo ayudar a este país y qué consecuencias se derivarán de su elevado y costoso endeudamiento son todo un reto analítico por cuanto se producen dentro de un grupo de países con una única política monetaria, pero sin coordinación económica y fiscal.

Recientemente se ha intensificado el debate sobre la posibilidad de que Grecia tenga que abandonar el euro y de que esta alternativa tengan que aplicarla otros países como Portugal, Irlanda... o España. Las diferencias entre nuestra economía (tanto en los aspectos coyunturales como estructurales) son lo suficientemente contundentes como para desechar radicalmente escenarios de abandono del euro y/o impago de la deuda. Ahora bien, que podamos descartar situaciones de estrés no oculta que nuestra economía se encuentra todavía en una fase recesiva. Aunque a una menor tasa que en 2009, los distintos componentes del PIB caerán este año (la inversión pública, que el año pasado aportó, este año cambiará de signo por la restricción presupuestaria), con la excepción de las exportaciones, favorecidas por la recuperación del comercio mundial. En este contexto, es «buena» noticia que ni Alemania ni Francia estén reactivándose con intensidad, ya que así se aleja el inicio de las subidas de tipos de interés por parte del BCE ::

DAVID CANO es socio de Afi y director general de AfiNet Global, EAFI.
E-mail: dcano@afi.es



CUADRO DE MANDO

Financiero

Miguel Arregui

La competencia del sector público, un riesgo para el endeudamiento privado



Puntos destacados

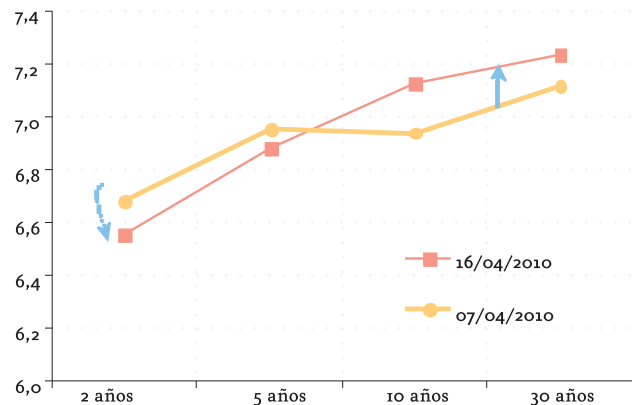
- La aproximación de las autoridades griegas al plan de ayuda articulado por el Eurogrupo y el FMI reduce la presión en los tramos más cortos de la curva de deuda pública del país. De concretarse los importes manejados, Grecia vería cubiertas sus necesidades de financiación para lo que resta de año.
- Aun así, los tipos de Grecia a largo plazo continúan por encima del 7%, lo que pone en serio riesgo la sostenibilidad de la deuda pública en el país heleno a medio y largo plazo.
- Relaxaciones en las curvas de tipos de los países núcleo (Alemania y EEUU, fundamentalmente) en respuesta a las tensiones surgidas en el mercado de deuda pública de Grecia. El tramo corto, el más sensible: los tipos a dos años alemanes descienden hasta el 0,9%.
- Julio, mes clave en los mercados de financiación. Alemania, Francia y España harán frente a los vencimientos de más de 120.000 millones de euros. La renovación de estos importes y la «reducida» apelación al mercado primario registrada por los Estados en relación con sus objetivos anuales pueden ejercer de catalizador alcista en las curvas de tipos soberanos y encarecer el coste de financiación corporativo.

Se avanza en los términos sobre los que el Eurogrupo y el FMI podrían rescatar a Grecia. Los importes barajados rondan los 45.000 millones de euros, de los que 30.000 correrían a cargo del Eurogrupo y 15.000 a cuenta del FMI.

Los tipos de interés de los préstamos bilaterales concedidos estarán vinculados a las referencias al plazo (Euribor en caso de bonos a tipo variable o el IRS al plazo en caso de bonos a tipo fijo) sin que, en ningún caso, sean préstamos subsidiados.

La reacción de los mercados en un primer momento fue positiva, permitiendo una fuerte corrección de diferenciales. Sin embargo, los tipos de la deuda pública helena siguen muy tensionados, en especial en los tramos largos, donde los tipos de interés exigidos por el mercado superan el 7%.

Curva de tipos de la deuda pública griega a diferentes plazos (%)



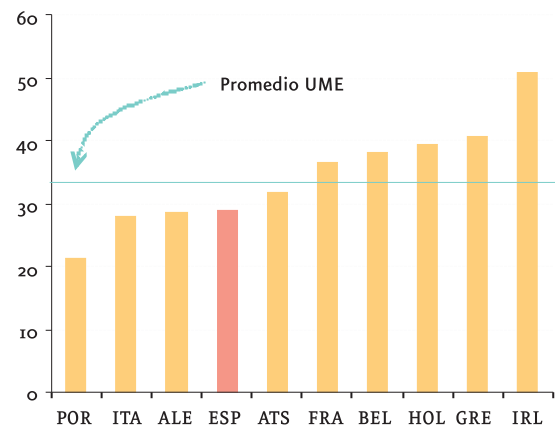
Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

Las emisiones brutas de bonos y obligaciones de deuda por parte de los Estados de la Eurozona superan, en lo que llevamos de año, los 300.000 millones de euros. A pesar de este elevado volumen, dicho importe representa tan sólo un 32% del objetivo anual marcado por los Tesoros de la UME.

La fuerte concentración de vencimientos de deuda de los Estados prevista para los próximos meses –fundamentalmente, hasta julio– debería estimular la emisión de deuda pública de los países del euro y la competencia por la captación de liquidez con la que financiar sus respectivos déficit públicos.

En este contexto, es posible esperar un incremento en los costes de financiación no sólo de los emisores soberanos, sino también de los privados, que deberán ofrecer una mayor rentabilidad a los agentes con excedente de liquidez para la captación de sus ahorros.

Emisiones de bonos y obligaciones realizadas sobre objetivo anual (%)



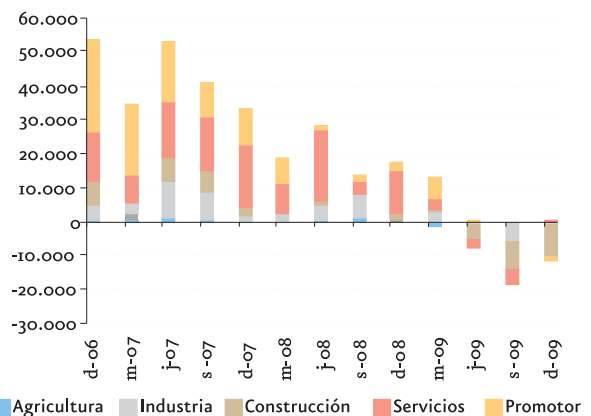
Fuente: Morgan Stanley.

Con datos definitivos de 2009, la inversión crediticia en el sector privado en España continúa mostrando tasas de variación interanual negativas: -1,8% interanual en diciembre pasado. Los motivos que justifican la caída residen tanto en la disminución de la demanda de crédito como en el aumento en las exigencias de las entidades de crédito en la concesión de préstamos.

A nivel trimestral, el crédito a hogares ha aumentado ligeramente, mientras que el de actividades productivas mantiene un saldo negativo, siendo construcción el sector con caídas más significativas, al igual que en el trimestre anterior.

En el actual entorno de bajo crecimiento económico, alto desempleo y escasa tracción del consumo privado, es lógico esperar que la reducción del volumen de crédito concedido por las entidades financieras siga vigente durante 2010 y, posiblemente, también durante 2011.

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



Fuente: Afi a partir de Banco de España.



«El ejemplo que podrían dar ahora los países más desarrollados adoptando este tipo de impuestos podría ser muy negativo»

¿Un impuesto sobre la banca?

Entre las medidas adoptadas por las autoridades estadounidenses al hilo de la crisis financiera internacional destaca el anuncio del establecimiento de un impuesto del 0,15% sobre los activos (menos recursos propios) de los 50 bancos de mayor tamaño, que permita recuperar a lo largo de los próximos años los fondos públicos comprometidos en el rescate del sistema bancario. La Unión Europea, en su reunión de mediados de abril de 2010 en Madrid, ha estudiado el establecimiento de un impuesto similar, pero, en este caso, vinculado a la garantía pública del sistema bancario. En tanto que el impuesto estadounidense tiene una naturaleza *ex post* y transitoria, la iniciativa europea responde a un enfoque *ex ante* y permanente.

Cabe recordar que los bancos, como todas las empresas, están sometidos al impuesto de sociedades, que grava sus beneficios. ¿Cuál es la racionalidad, entonces, de establecer un impuesto adicional sobre la intermediación financiera? Se puede argumentar que, a diferencia de otras industrias, los bancos, en caso de crisis, gozan de un aseguramiento por parte del Estado por el que deben pagar. Cuestión más discutible es si ese impuesto debe alcanzar a todas las entidades bancarias o sólo a aquéllas de importancia sistémica. En el primer caso, se está reconociendo implícitamente la garantía pública sobre todas las entidades bancarias, mientras que, en el segundo, sólo sobre las de mayor tamaño. En ambos casos, se genera «riesgo moral», pero éste es mayor en el primero.

También es discutible el posible solapamiento de este impuesto con otros mecanismos ya existentes, por ejemplo el Fondo de Garantía de Depósitos, cuando, como ocurre en España, sus fondos se dotan *ex ante* mediante contribuciones de las entidades financieras que son una especie de impuesto. Podría argumentarse que, más allá de la garantía de los depósitos, el impuesto sobre la banca podría compensar otros mecanismos de apoyo público, como el préstamo de última instancia o la pro-

pia supervisión bancaria (aunque algunos países también cobran una tasa por este último concepto). Como se ve, la diversidad de situaciones es sumamente amplia, lo que dificulta una solución armonizada. Y la ausencia de armonización (es decir, la adopción unilateral de este tipo de impuestos por parte de algunos países) puede incentivar el llamado «arbitraje regulatorio», mediante el cual los flujos financieros terminan canalizándose a través de las jurisdicciones con una legislación más laxa.

Especialmente importantes son las implicaciones de este debate para los países emergentes. Algunos de ellos, sobre todo en Latinoamérica, adoptaron en su día impuestos similares, a raíz de la oleada de crisis en la región, por su facilidad de implantación y su alta capacidad recaudatoria. Anunciados siempre como transitorios, los impuestos sobre las transacciones financieras han terminado consolidándose como permanentes. Los organismos internacionales (FMI y Banco Mundial) han criticado tradicionalmente un impuesto que penaliza la intermediación financiera en países que tienen un grado de bancarización muy bajo, donde proporcionar acceso a servicios financieros formales (la llamada «inclusión financiera») es un objetivo importante de la política financiera. El ejemplo que podrían dar ahora los países más desarrollados adoptando este tipo de impuestos podría ser muy negativo.

Willie Sutton, que fue un famoso ladrón de bancos estadounidense en los turbulentos años veinte, cuando fue detenido y ante la pregunta de un periodista sobre por qué robaba bancos, dijo: «Bueno, es donde está el dinero, ¿no?» Esperemos que las políticas de los países desarrollados, aunque puedan estar justificadas por las grandes ayudas públicas otorgadas a la banca, no sirvan como coartada para legitimar otras políticas en países emergentes con finalidad exclusivamente recaudatoria y efectos perniciosos. ::

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS
es socio-director del Área
Internacional de Afi.
E-mail: sfernandezdelis@afi.es

Daniel Aguirre

GERENTE DE BODEGAS IMPERIALES

«En un mercado global, la exportación debe ser objetivo prioritario de la bodega para poder diversificar sus áreas de negocio»



Daniel Aguirre es máster en Viticultura, Enología, y Marketing del Vino por la International Social Science Council y máster en Dirección General de Empresas MBA por la Escuela de Negocios IEDE. Por su destacada formación en el sector vitivinícola, desde muy joven comenzó su relación con el mundo del vino empezando su andadura en Bodegas Bretón de la denominación de origen Rioja, en la que trabajó durante cinco años. En el año 2000, dio el salto a la ribera del Duero, de la mano del extensamente reconocido Grupo Antolín, a Bodegas Imperiales. Desde entonces, Aguirre, además de gerente de la bodega, dirige y supervisa todas las acciones relacionadas con los caldos, desde la recolección de la uva hasta la comercialización y el posicionamiento internacional de sus vinos.

En 1998 se funda Bodegas Imperiales, una bodega en la ribera del Duero que se rige por sus patrones de calidad, en la que se unen la tradición de la elaboración de los vinos de la región con el empleo de las técnicas enológicas más modernas que en la actualidad existen en el mercado. Sus esfuerzos a lo largo de esta última década han dado como fruto el reconocimiento, tanto a nivel nacional como internacional, de sus caldos.

Nazareth Estalayo

Breve historia de la empresa

En el año 1998, un grupo de viticultores y empresarios, todos ellos vinculados a la zona de la ribera del Duero, fundan Bodegas Imperiales. En ese año, y después de un ingente trabajo de investigación acerca de la zona, la uva, los proyectos asimilables y la definición de las propiedades cualitativas que se debían conseguir en sus potenciales caldos, se inicia la construcción de la bodega en una de las zonas de la ribera del Duero con mayor tradición vitivinícola y poseedora de viñedos muy viejos de una extraordinaria calidad. Siendo una

bodega tan joven respecto a la mayor parte de las implantadas en la zona de ribera del Duero, no tardó en hacerse reconocer, llegando a obtener uno de los mayores reconocimientos a nivel internacional sólo cuatro años después de comenzar a comercializar sus vinos.

¿Cómo definiría la política de Bodegas Imperiales? ¿Cuál es su estructura accionarial?

El nacimiento de Bodegas Imperiales tiene como divisa la elaboración de vinos de alta calidad, con las más modernas



Fachada de Bodegas Imperiales.

técnicas enológicas, pero sin renunciar nunca al legado y a la sabiduría de los viticultores de siempre. La bodega sólo emplea en la elaboración de sus caldos uvas de la más alta calidad; dirige, cuida y confía en gran medida la experiencia acumulada durante años de sus viticultores, autóctonos de la ribera del Duero y grandes conocedores de la tierra y de la vid. Además, una de sus principales características diferenciadoras del resto de bodegas en general es que se huye de los grandes volúmenes para centrarnos específicamente en la alta calidad de nuestros vinos, para lo que unimos la tradición de la elaboración con el empleo de las técnicas enológicas más modernas que en la actualidad existen en el mercado. Prueba de ello es que fue una de las primeras bodegas en obtener la certificación ISO 9001:2000, en el año 2004.

«El principal problema que nos hemos encontrado en los países a los que llegamos por primera vez es transmitir la calidad y excelencia de nuestros vinos en contra de los tópicos sobre los vinos españoles»

La estructura accionarial de la sociedad está repartida entre Grupo An-

tolín y Grupo Arranz Acinas, bajo la presidencia de José Antolín Toledano, muy implicado en la trayectoria de la bodega.

¿Qué gama de productos comercializa en la actualidad?

En la bodega se elabora una completa gama de vinos, siempre regida por los baremos de alta calidad de la denominación de origen Ribera del Duero: crianzas, reservas y grandes reservas de gama alta, todos ellos bajo la marca emblema Abadía de San Quince de la bodega.

Por otro lado, desde el año 2005 elaboramos un «vino de finca» limitado a un número restringido de botellas cada año. Abadía de San Quince-Finca Helena es un caldo elaborado únicamente con uvas procedentes de viñedos de más de cien años, que acreditan la exquisita calidad de sus frutos y que le infunden una exclusiva diferenciación. La producción anual del número de botellas de este vino queda limitada a la vendimia de tales viñedos, que, por ejemplo, en este año ha permitido la elaboración de 3.200 botellas.

¿A partir de qué año empiezan a exportar?

Nuestra vocación exportadora nace con la propia fundación de la bodega, marcados por la trayectoria de Grupo Antolín, presente en 22 países. Pero es en el año 2001 cuando comenzamos a llevar nuestros vinos a los mercados internacionales.

¿Qué supone para una empresa bodeguera comenzar a exportar?

¿Tuvieron que realizar cambios en la organización de la misma?

Para una bodega, y en un mercado global como en el que nos encontramos, la exportación debe ser un objetivo prioritario para poder diversificar sus áreas de negocio. Para Bodegas Imperiales comenzar a exportar ha supuesto un gran desafío, ya que nuestra estructura es pequeña y hemos debido adaptarla al reto que supone conquistar mercados lejanos y, hasta hace poco, impensables para una pequeña bodega como la nuestra. En ese sentido, la bodega ha dedicado más recursos a la prospección de mercados, a la participación en eventos comerciales y promocionales a nivel internacional, fundamentalmente invirtiendo en acciones para dar a conocer nuestros vinos fuera de nuestro país.

¿En qué mercados están presentes sus productos? ¿En qué países han conseguido mayor éxito y en cuáles han encontrado mayores dificultades?

En la actualidad, buena parte de nuestras exportaciones tienen como destino países vecinos de la Unión Europea: Alemania, Países Bajos, Bélgica o Polonia son, por ejemplo, algunos de nuestros principales compradores. A su vez, nuestros vinos están introducidos en otros mercados como Brasil, Estados Unidos, Cuba y Hong Kong, de lo que nos sentimos especialmente orgullosos, ya que pocas bodegas españolas están presentes en estos países dada la alta complejidad que presentan estos mercados para introducir un producto como el vino.

Por destacar uno de ellos, podemos decir que estamos muy satisfechos del éxito de nuestros vinos dentro del mercado brasileño y de las buenas perspectivas que presenta de cara al futuro. Por otro lado, uno de los mercados con el que mayores dificultades nos hemos encontrado es Estados Unidos, debido a la enorme competencia dentro del sector por la comercialización de vinos procedentes de todos los países productores a nivel mundial, a lo que se añade la dificultad por el tipo cambio euro-dólar.

¿Qué modelos de implantación ha seguido la empresa en los mercados exteriores? ¿Qué canales de distribución utiliza? ¿Difieren de los nacionales?

Hemos tratado en cada momento y lugar de adaptarnos al mercado al que queremos llegar y a su idiosincrasia,

pero sin perder un ápice de nuestra personalidad y de nuestra forma de entender el vino.

En cuanto a la distribución, la forma de trabajar que seguimos habitualmente es la de operar con uno o varios importadores en cada país que trabajen fundamentalmente en el canal Horeca y que tengan acceso al segmento de mercado al que queremos dirigirnos, es decir, al del consumidor de vinos de calidad de gama alta.

¿En qué nuevos mercados se plantean entrar a corto-medio plazo? ¿Cuáles son los mercados que ofrecen mejores perspectivas?

Estamos trabajando desde hace algún tiempo con intensidad para poder acceder a mercados que presentan mayor complejidad, pero que nos resultan muy atractivos por su potencial de consumo y que guardan cierto parecido en cuanto a su grado de accesibilidad, como son Rusia y China.

Los mercados con mejores perspectivas para nosotros son, de entre los que ya estamos presentes, Brasil y Estados Unidos por sus expectativas de crecimiento. En cuanto a aquellos en los que tenemos previsto comenzar a exportar, destacan China y Rusia en cuanto a su gran potencial de consumo.

¿Con qué imagen del vino español se ha encontrado al llegar a los distintos mercados? ¿Les ha ayudado esta imagen a exportar?

La imagen del vino español, salvo honorables excepciones, no es todo lo buena

como nos gustaría. La percepción del consumidor medio sobre los vinos españoles es de vinos de calidad media y precios asequibles. Hay que realizar un esfuerzo para transmitir al consumidor que la relación calidad-precio de los vinos españoles es muy superior a la de vinos procedentes de otros países que tradicionalmente cuentan con mejor imagen, como los franceses o los italianos, pero que, en gran cantidad de ellos, no se cumple. Inculcar al consumidor extranjero esta visión del vino español debe suponer un esfuerzo al conjunto del sector con ayuda de instituciones públicas.

¿Cuáles son los principales problemas que se han encontrado en los países en los que están presentes? ¿Siguen la misma estrategia en España que en el resto de países donde comercializan sus productos?

El principal problema que nos hemos encontrado en los países a los que llegamos por primera vez es transmitir la calidad y excelencia de nuestros vinos en contra de los tópicos sobre los vinos españoles.

La estrategia que seguimos en los mercados de exportación es adaptarnos al mercado al que nos dirigimos en cada momento, teniendo muy presentes siempre las recomendaciones y sugerencias de cada importador, quien realmente es el gran conocedor de su mercado.

¿De dónde proceden sus principales competidores? ¿Suponen también una amenaza en el mercado nacional?

Nuestros principales competidores son otros vinos españoles y, especialmente, los de nuestra misma denominación de origen, sin olvidarnos del resto de vinos, sobre todo los procedentes del denominado «Nuevo Mundo», como Sudáfrica, Australia y Chile.

Normalmente, estos vinos de nuestra misma denominación de origen son nuestros principales competidores en el mercado nacional.

¿Cuáles han sido las principales barreras o desafíos a los que se han enfrentado a

**Abadía de
SAN QUIRCE**
Pasión por el vino...

**GRAN ORO
ZARCILLO
2009**

Bodegas Imperiales, S.L.
Ctra. Madrid-Irún, km.171
09370 Gumiel de Izán (Burgos)
Tel. 947 54 40 70 Fax. 947 52 57 59
direccion@bodegasimperiales.com
www.bodegasimperiales.com

la hora de exportar? ¿Han contado con algún tipo de ayuda pública en los mercados exteriores?

Las principales barreras de entrada que nos hemos encontrado han sido distintas en cada mercado: desde barreras administrativas y regulatorias, que pueden resultar algo complejas para las pymes, hasta aranceles encubiertos en mercados teóricamente muy liberales, pero, en la práctica, excesivamente proteccionistas para con sus vi-

español? ¿Cuáles son sus previsiones para 2010 y 2011?

El sector vitivinícola español se encuentra en un momento delicado y preocupante para los que formamos parte de él. Han coincidido en el tiempo una crisis propia del sector, que se venía larvando desde hace tiempo por la sobreoferta de vinos y bodegas, con esta última crisis global. Esta doble crisis está sometiendo al sector a un duro ajuste que todavía no ha terminado.

reconocimiento a nuestra apuesta por la calidad desde nuestros comienzos y la confirmación de que vamos por el camino correcto.

«Buena parte de nuestras exportaciones tienen como destino países vecinos de la UE: Alemania, Países Bajos, Bélgica o Polonia son, por ejemplo, algunos de nuestros principales compradores»



nos. Las ayudas de las distintas Administraciones van en la buena dirección, pero echamos en falta una marca potente de vinos de España, que potencie y mejore nuestra imagen en el exterior, como la de los franceses.

¿Se han visto las ventas en EEUU afectadas por la ley contra el bioterrorismo y la cotización del dólar?

Las ventas en Estados Unidos se han visto afectadas, fundamentalmente, por la cotización del euro frente al dólar, aunque, evidentemente, la ley de bioterrorismo no ha supuesto ninguna ventaja, sino todo lo contrario, debido a la extensa cantidad de trámites administrativos que se han de realizar en cada operación de exportación, a los que, en consecuencia, hay que dedicar más tiempo y recursos.

¿En qué situación se encuentra actualmente el sector vitivinícola

Las previsiones para este año y 2011 no son excesivamente optimistas. El ajuste va a continuar en el sector, pero, con la confianza y la seguridad que nos da la calidad de nuestros vinos, puedo decir que soy optimista

¿Ha recibido Bodegas Imperiales galardones y reconocimientos por sus productos? ¿Qué suponen para la empresa? ¿Les han ayudado en su proceso de internacionalización?

Bodegas Imperiales, en su corta trayectoria, ha recibido varios galardones internacionales de primerísimo nivel. Entre ellos, me gustaría destacar que somos la única bodega de esta denominación que ha recibido en el corto espacio de tiempo de cuatro años dos Gran Zarcillo de Oro, compitiendo con miles de vinos de todo el mundo en uno de los concursos con más prestigio a nivel internacional. Estos y otros galardones suponen un

Indudablemente, estos premios ayudan en nuestro proceso de internacionalización, sobre todo como tarjeta de presentación en aquellos mercados en los que todavía no somos conocidos.

¿Qué proyectos de futuro tienen?

Nuestro proyecto más inmediato, y que nos hace una especial ilusión, es la presentación este mes de un vino blanco de Rueda. Va a ser una edición limitada de 5.000 botellas. Un Abadía de San Quirce 100% verdejo, elaborado con las más modernas técnicas enológicas con el que esperamos continuar a la vanguardia de los vinos españoles y conquistar nuevos mercados.

Por último, ¿cuál es su mayor sueño?

En un futuro no muy lejano, espero poder viajar por los cinco continentes, muy orgulloso de que nuestros vinos estén presentes en todos y cada uno de ellos ::

Mujer

y crecimiento económico



Las mujeres siguen infrarrepresentadas en la toma de decisiones en la empresa. La disparidad entre géneros es mayor cuanto más importante es el puesto. Por sus cualidades, tanto humanas como técnicas, la economía se beneficiaría de tener una mayor igualdad de género en los altos mandos, evitando así el despilfarro de parte del capital humano potencialmente disponible en el sistema de gestión y de toma de decisiones.

Yolanda Antón

El informe *Mujer y crisis: diferencias retributivas mujer-hombre y presencia femenina en puestos directivos*, elaborado por la empresa de recursos humanos ICSA y la escuela de negocios ESADE, pone de manifiesto que sólo un 13% de los puestos directivos en España están ocupados por mujeres, habiéndose reducido desde el 19% en 2007, año en el que se registró el máximo.

Según los últimos datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), obtenidos de los informes anuales de gobierno corporativo de las compañías en 2009, la presencia femenina en la comisión ejecutiva de las empresas cotizadas españolas apenas supera el 5%.

La razón por la que las empresas cotizadas en Bolsa disponen de menor representación femenina en sus consejos de administración es porque cuentan con una menor presencia de miembros familiares, dato que subraya las dificultades a las que se enfrentan las mujeres a la hora de ocupar cargos sin que existan lazos familiares.

España aún está lejos de alcanzar la situación de otros países europeos, como Noruega, donde las mujeres representan el 44% de los consejeros. Este objetivo, la representación equilibrada, es lo que pretende la Ley de Igualdad, que establece un plazo de ocho años -hasta 2015- para que las empresas más relevantes incluyan en sus consejos de administración una cifra de mujeres de entre el 40 y el 60% de sus miembros.

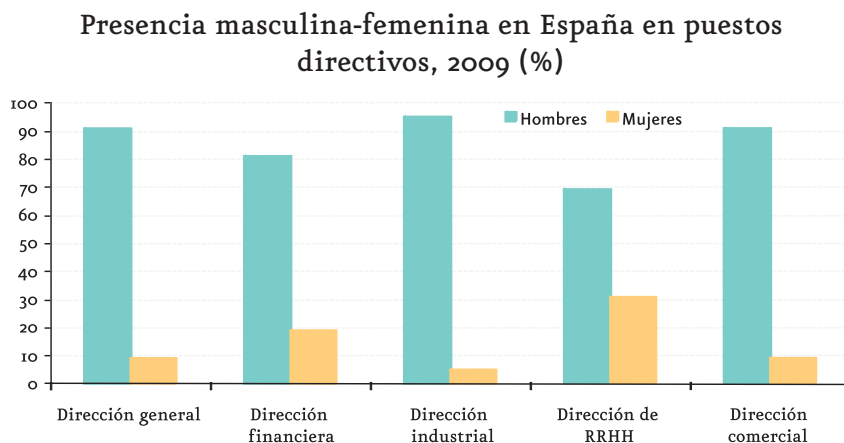
La diferencia salarial también sigue siendo un problema, ya que, según el informe de ICSA, las directivas españolas cobran un 17% menos de media -64.310 euros brutos anuales- en los mismos cargos ocupados por los hombres. Esta diferencia es la mayor dentro de los países del contexto europeo, situándose en el 9% en Francia y en el 6% en Italia.

Está demostrada una correlación positiva entre la cuota de mujeres en puestos superiores y el rendimiento de una empresa

Varios estudios, entre ellos algunos realizados por la Comisión Europea, ponen de manifiesto una correlación positiva entre la cuota de mujeres en puestos superiores y el rendimiento de una empresa, llegándose incluso a cuantificar en un 10% la diferencia de rentabilidad de las empresas con una dirección equilibrada entre géneros en relación con la media.

La presencia de más mujeres en puestos superiores es clave, por tanto, para el crecimiento económico. La crisis ofrece la oportunidad de mejorar el tejido productivo e implantar un modelo eficiente que tenga más en cuenta el talento de la mitad de la población.

La orientación al cliente, el liderazgo, la iniciativa, el trabajo en equipo, la honestidad, la



Fuente: Observatorio salarial de ICSA.

comunicación y la gestión del tiempo son competencias directivas altamente valoradas por las empresas. En este sentido, tengamos en cuenta que las mujeres tienen una inclinación natural a la colaboración y al trabajo en equipo, huyen de la estructura formal y la jerarquía para lograr resultados, aunque no quiere decir que los ignoren; son, en general, menos estratégicas que los hombres, pero muy buenas en la implantación de medidas y programas y dirigen y trabajan haciendo uso de su tendencia innata a la comunicación interpersonal.

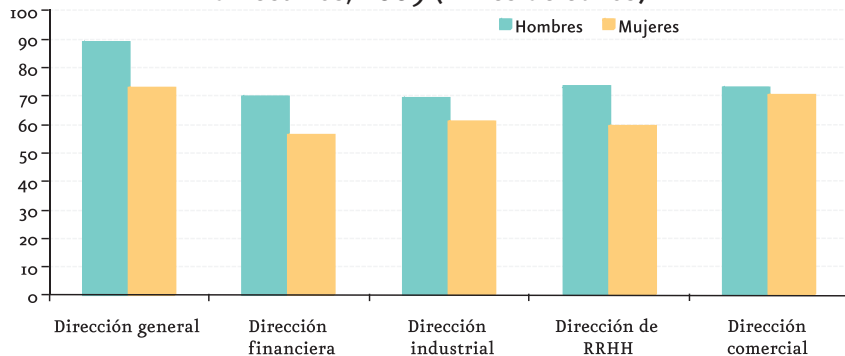
Por sus cualidades, la mujer puede ser agente de cambio en la empresa, porque su aportación es específicamente necesaria y demandada en momentos de

cambio que requieren más flexibilidad y capacidad de aprendizaje en un entorno empresarial con estructuras más horizontales y planas como las actuales. En un puesto directivo, la mujer suele confiar más en la cooperación que en la competencia. Asimismo, a la mujer le gusta fomentar el trabajo en equipo entre sus compañeros y compañeras de trabajo. A diferencia de muchos hombres, las mujeres no ven la participación y la delegación como una amenaza a su autoridad, sino como una parte integral de su papel directivo.

La crisis ofrece la oportunidad de mejorar el tejido productivo e implantar un modelo eficiente que tenga más en cuenta el talento de la mitad de la población

Con todo ello podemos deducir que, al menos en teoría, la mujer es complementaria al varón y, por tanto, portadora de una diversidad enriquecedora para la empresa, nada despreciable en momentos de crisis. Resulta para ello fundamental la adopción por parte de la empresa de políticas familiarmente responsables que limiten la intensidad del conflicto diario entre trabajo y familia ::

Diferencia retributiva hombre-mujer en España en puestos directivos, 2009 (miles de euros)



Fuente: Observatorio salarial de ICSA.

¿Ciudades con «wifi» público?

Las Administraciones públicas tienen un papel destacado en el desarrollo de la sociedad de la información, tanto por su impacto directo como por el efecto tractor que ejercen sobre los ciudadanos y las empresas. Con este espíritu, algunos ayuntamientos han intentado ofrecer directamente a sus ciudadanos acceso inalámbrico a internet, pero las trabas encontradas dificultan su viabilidad.

Álvaro Martín Enríquez

La tecnología *wifi* supuso una pequeña revolución en el ámbito doméstico y empresarial al liberar a los ordenadores de la tiranía de los cables para conectarse a internet. De hecho, es, en cierta medida, responsable de que ocho de cada 10 ordenadores vendidos en 2009 en España fueran portátiles, cuando tres años atrás todavía se vendían más equipos de sobremesa. Si a esto le añadimos que cada vez son más los teléfonos móviles que disponen de este tipo de conexión, podríamos preguntarnos por qué no se ha extendido la cobertura *wifi* al espacio público. Eso es precisamente lo que han planteado los equipos de gobierno de ayuntamientos como los de Madrid, Barcelona, Málaga o Vitoria, por citar sólo algunos de los más importantes.

La casuística en la que una corporación local puede tomar la decisión de estudiar la viabilidad de una red inalámbrica municipal es variada: poblaciones con deficiente infraestructura fija, que quieren ofrecer el servicio como valor añadido para turistas y autóctonos o que, simplemente, quieren ofrecer a sus ciudadanos una alternativa más económica a los operadores de telecomunicaciones

presentes en el mercado. En la práctica, abordar un proyecto de estas características implica enfrentarse a numerosas dificultades de carácter técnico, financiero y regulatorio, por lo que son pocas las redes municipales que llegan a funcionar con éxito.

Sin entrar en demasiados detalles técnicos, las redes *wifi* ofrecen una cobertura menor y se saturan más fácilmente que las redes celulares que utilizan los teléfonos móviles. Basta con comprobar los problemas de acceso en edificios de cierto tamaño, como hoteles, centros de convenciones, etc. Hay muchas empresas especializadas en realizar diseños de red que salvan estos inconvenientes, pero el coste de una red que proporcione una buena calidad de servicio puede ser muy elevado, lo que nos lleva al problema de la financiación.

Quizá en los años de bonanza económica algún ayuntamiento se planteó costear el servicio *wifi* con cargo al erario público, pero es difícil que esa fuente de financiación sea sostenible a largo plazo, por lo que lo más habitual hoy es plantear modelos basados en la inclusión de publicidad o en el pago de cuotas por parte de los usua-



rios. Al margen de las posibles objeciones regulatorias a la operación pública de una red de telecomunicaciones, la viabilidad de una red municipal es difícil de conseguir, como demostró el fracaso del ambicioso proyecto lanzado en la ciudad de San Francisco (Estados Unidos).

Desde el punto de vista regulatorio, la principal salvedad a la implantación de redes *wifi* municipales viene dada por la posible distorsión del mercado. A este respecto, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT) publicó a principios de abril un anteproyecto de circular en el que se establecían las condiciones para la explotación de redes y la prestación de servicios de comunicaciones electrónicas por parte de las Administraciones públicas. De aprobarse esta circular, los ayuntamientos que quieran ofrecer al público (no en régimen de autoprestación) servicios de acceso a internet inalámbrico deberán notificar a la CMT su inscripción en el registro de operadores y actuar según el principio de inversor privado, salvo en casos excepcionales. Sin duda, la aprobación de este texto fijaría unas reglas claras para todos los ayuntamientos ::

Amortización de autocartera en sociedades cotizadas

Resulta práctica habitual entre las empresas cotizadas contar con acciones propias en cartera. Las aplicaciones de la autocartera son variadas, siendo uno de los posibles destinos la amortización a través de una reducción de capital. La amortización de la autocartera supone habitualmente una señal positiva al mercado, pero también implica prescindir de una fuente potencial de liquidez y flexibilidad.

Javier Castelo



Las compañías pueden poseer acciones propias en autocartera por motivos diversos, como dar entrada o salida a determinados accionistas o hacer frente a algún tipo de retribución en especie a sus empleados.

En ocasiones, las empresas cotizadas adquieren acciones propias con el objetivo de estabilizar la cotización de la acción. Esta práctica es criticada por la CNMV, en cuanto que distorsiona el precio de la acción. En este sentido, la CNMV también critica la adquisición de acciones por la propia compañía con la intención de generar plusvalías.

De acuerdo con la Ley de Sociedades Anónimas, ante una emisión originaria de acciones, la sociedad emisora no podrá suscribir acciones propias ni acciones emitidas por su sociedad dominante en ningún caso.

Para el supuesto de acciones ya existentes, la sociedad emisora podrá adquirir acciones propias o de su sociedad dominante en las siguientes condiciones:

- El valor nominal de las acciones propias adquiridas directa o indirectamente, sumado al valor de aquellas acciones propias que la sociedad ya poseía, no podrá ser superior al 20% del capital suscrito o al 10% si la sociedad fuese cotizada (el límite se situaba en 10 y 5% para sociedades cotizadas antes de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles).
- Que la adquisición de las acciones, sumado al valor de aquellas acciones propias que la sociedad ya poseía, no produzca el efecto de que el patrimonio neto resultante sea inferior al importe del capital social más las reservas indisponibles.

En cuanto a los derechos asociados a las acciones propias, reciben el siguiente tratamiento:

- Los derechos de voto y demás derechos políticos incorporados a dichas acciones quedan suspendidos.

VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA AMORTIZACIÓN DE ACCIONES PROPIAS

¿POR QUÉ AMORTIZAR?

- Señal positiva al mercado
- Permite volver a adquirir acciones propias
- Aumenta el peso político de los accionistas: puede favorecer a minoritarios

¿POR QUÉ NO AMORTIZAR?

- Pérdida de una fuente potencial de liquidez
- Pérdida de un elemento de flexibilidad
- Costes de formalización
- Aumenta el peso político de los accionistas: puede perjudicar a mayoritarios

- Los derechos económicos serán atribuidos proporcionalmente al resto de las acciones (las acciones en autocartera no reciben dividendos).

No obstante, las acciones propias se computarán en el capital a efectos de calcular las cuotas necesarias para la adopción de acuerdos en la junta general de accionistas.

La amortización de acciones propias puede articularse dentro de un programa de recompra de acciones, como estrategia para aumentar el atractivo de la acción

Una vez que la compañía dispone de acciones propias en autocartera, cuenta con diversas opciones a las que destinarlas. Una posibilidad es la venta en el mercado para generar liquidez. Otra opción es utilizarlas como retribución en especie a los empleados o su reparto entre los accionistas, lo que supondría una fórmula de retribución directa, alternativa al reparto de dividendos. Ha de tenerse en cuenta que esta última opción aumentaría los derechos políticos de los actuales accionistas. Otra posibilidad es la amortización de las acciones mediante una reducción de capital.

VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA AMORTIZACIÓN DE ACCIONES PROPIAS

Las ventajas de amortizar la autocartera, en sociedades cotizadas, son las siguientes:

- Supone una señal positiva en los mercados. El prescindir de la fuente de liquidez que suponen las acciones propias implica una manifestación de los gestores acerca de la situación financiera de la compañía.
- Otorga holgura para volver a adquirir más acciones propias.

Como inconvenientes de amortizar la autocartera se identifican los siguientes:

- Pérdida de una potencial fuente de liquidez. La amortización de acciones propias elimina la posibilidad de enajenar dichas acciones y generar liquidez para la compañía.
- Pérdida de flexibilidad. Las acciones en autocartera constituyen un elemento de flexibilidad al poder ser utilizadas con distintos fines, como retribuir a empleados y accionistas o dar entrada a algún inversor.
- Genera coste económico. La amortización de acciones propias conlleva costes notariales y registrales.

COMPAÑÍAS DEL IBEX-35 QUE AMORTIZARON AUTOCARTERA EN EL EJERCICIO 2009

	Operación con autocartera	Acciones amortizadas	Porcentaje amortizado
ACERINOX	Amortización total	4.995.454	2
ACS	Amortización parcial	16.746.453	5,26
FERROVIAL	Amortización total en la fusión	9.738.172	1,33
OHL	Amortización total	4.374.603	5,26
TELEFÓNICA	Amortización parcial	141.000.000	3,09

Fuente: CNMV.



Ha de tenerse en cuenta que la amortización de acciones propias tendrá un efecto sobre los porcentajes de voto de cara a la adopción de acuerdos. Aunque los accionistas mantendrán el mismo número de derechos de voto, sin embargo, la base de cálculo de las cuotas necesarias para la adopción de acuerdos será inferior, por lo que el peso político de cada accionista se verá incrementado. Este efecto puede beneficiar a los accionistas minoritarios, con menor capacidad para influir en los acuerdos, y perjudicar a los accionistas mayoritarios.

La amortización de autocartera puede articularse dentro de un programa de recompra de acciones como estrategia para aumentar el atractivo de la acción y transmitir una señal positiva de los gestores en su confianza sobre la situación financiera de la empresa.

La amortización de las acciones mantenidas en autocartera, a través de una reducción de capital, no tiene efectos sobre la estructura de capital, ya que, desde la entrada en vigor del Nuevo Plan General de Contabilidad, la autocartera se encuentra contabilizada minorando el patrimonio neto, por lo que, tras la amortización, el patrimonio neto se mantendrá en el mismo nivel.

CONTEXTO ACTUAL Y TENDENCIA EN SOCIEDADES COTIZADAS

Las empresas que componen el Ibex-35 redujeron su autocartera en el ejercicio 2009. El número de acciones que estas empresas tenían en sus balances a diciembre de 2009 se redujo un 57% con respecto a la misma fecha del ejercicio precedente.

A lo largo del año 2009, 17 compañías del Ibex-35 realizaron operaciones con autocartera, aumentando el número de acciones propias en seis de los casos y reduciéndolo en los 11 restantes.

En el ejercicio 2009, cinco empresas del Ibex-35 (Acerinox, ACS, Ferrovial, OHL y Telefónica) llevaron a cabo reducciones de capital mediante la amortización de acciones propias, amortizándose, en el caso de Acerinox y OHL, la totalidad de acciones que mantenían en cartera. Ferrovial, sociedad resultante de la fusión entre Cintra y Grupo Ferrovial, amortizó totalmente su autocartera en el momento de la fusión.

Estas compañías ya habían amortizado acciones anteriormente, teniendo establecidos programas de recompra y amortización de acciones propias como forma de retribución al accionista.

En el ejercicio 2009, Acerinox, ACS, Ferrovial, OHL y Telefónica llevaron a cabo la amortización total o parcial de su autocartera

BBVA y Banco Popular repartieron entre sus accionistas acciones propias procedentes de su autocartera, como retribución complementaria en el ejercicio 2009.

En los dos primeros meses de 2010, ocho compañías del Ibex-35 habían realizado ya operaciones con acciones propias. Todas ellas aumentaron el número de acciones en autocartera frente al número que mantenían a cierre de 2009 ::

Nuevo impulso para la recuperación económica y el empleo



María Fernández García

Con fecha 14 de abril de 2010, entró en vigor el Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo, cuyo objetivo es impulsar el crecimiento de la economía española y, con él, la creación de empleo.

Este real decreto-ley aborda reformas en seis áreas: el fomento de la rehabilitación de viviendas, la configuración de un marco más propicio para la actividad empresarial, el apoyo a las pymes, la protección de los ciudadanos más vulnerables a la situación económica y la mejora del entorno regulatorio en los sectores energético y financiero. No obstante, en este artículo destacamos aquellas medidas con especial trascendencia en el ámbito empresarial.

Así, respecto a las reformas destinadas a favorecer la actividad empresarial, se establecen, en primer lugar, medidas que aligeran las cargas impositivas de las empresas, como la prórroga de libertad de amortización en el marco del impuesto sobre sociedades o la flexibilización de los requisitos para la recuperación del impuesto sobre el valor añadido en el caso de impago de facturas y, en segundo lugar, medidas que facilitan el acceso de nuestro sector productivo a nuevos mercados y, en concreto, a mercados internacionales, como son la reforma del seguro de crédito a la exportación o la rebaja temporal de diversas tasas en materia de transporte aéreo, con el fin de apoyar la actividad turística.

Estas medidas para favorecer la actividad empresarial se completan con otras más específicas, destinadas a las pequeñas y medianas empresas, que incluyen la reforma de mecanismos de apoyo financiero y

la reducción de cargas administrativas en el ámbito tributario. Estas disposiciones comprenden la instrucción del ICO para que se puedan agilizar los procedimientos de licitación para la puesta en funcionamiento del programa de financiación directa a pymes y autónomos, de manera que esté operativo antes del próximo 15 de junio.

En este sentido, también se flexibiliza el funcionamiento de los fondos de titulización de créditos a pequeñas y medianas empresas y se modifica la Ley del Impuesto de Sociedades con el fin de exonerar de las obligaciones de documentación en relación con las operaciones vinculadas a las empresas de reducida dimensión cuando las operaciones no superen en su totalidad los 100.000 euros por ejercicio, una exoneración que no podrá realizarse para las operaciones con paraísos fiscales.

Ampliación de las medidas económicas de carácter temporal

Transcurridos dos años desde la aprobación de las primeras normas legales de aplicación temporal limitada, cuya finalidad era reducir las consecuencias de la crisis sobre ciudadanos y empresas, estimular el

mantenimiento y la recuperación de la actividad y el crecimiento económico, en vista de la actual situación económica, se hace inevitable prorrogar la vigencia de algunas de aquellas normas, cuya aprobación se convirtió en el salvavidas de muchas empresas españolas.

Entre estas medidas, el nuevo Real Decreto-Ley 5/2010, de 31 de marzo, renueva la relativa al cómputo de pérdidas en los supuestos de reducción obligatoria de capital social en la sociedad anónima y de disolución en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada como consecuencia de determinadas pérdidas.

Esta medida, aprobada por el Real Decreto-Ley, de 12 de diciembre de 2008, con una vigencia temporal limitada a dos ejercicios sociales, permitió amortiguar el impacto de la crisis en muchas empresas. De ahí la necesidad de evitar, a través de la renovación de este mecanismo, que un gran número de empresas entren ahora en causa de disolución o en reducción obligatoria de capital, en su caso.

En consecuencia, la situación de la actividad económica internacional y de las pérdidas por deterioro en determinadas empresas motivan la ampliación por dos nuevos ejercicios sociales de esta norma sobre cómputo de pérdidas, únicamente para los casos de pérdidas por deterioro del inmovilizado material, de las inversiones inmobiliarias y de las existencias ::



«En el plano económico, todas las perturbaciones causadas por el colapso aeroportuario deberían ser reversibles»

El poder de la ceniza

Perplejos tiene a todos el descomunal bloqueo logístico que ha provocado en media Europa la nube de cenizas expulsadas por el volcán islandés de nombre impronunciable. A la postre, nada podemos contra las fuerzas de la naturaleza. O, al menos, eso es lo que parecen sacar en consecuencia muchos analistas del fenómeno y sus consecuencias. Decenas de miles de vuelos cancelados, millones de viajeros en tierra o buscando una vía de escape por los medios más dispares para recorrer miles de kilómetros hasta sus hogares, cientos de millones de euros en pérdidas económicas directas y quién sabe si un serio revés para la incipiente recuperación de la economía europea. Todo esto por una nube de ceniza cuyo poder paralizante nadie era capaz de imaginar.

Pensemos dos veces todo lo anterior. Los efectos de la nube de ceniza son innegables, obviamente, pero se trata de un acontecimiento de escasa probabilidad de ocurrencia, de forma inusitada (no es una epidemia) y por el que no cabe maldecir a ningún Gobierno, ni siquiera por el hecho de que todas las instancias relevantes hayan sido cogidas sin la preparación adecuada. Este episodio, de hecho, es un banco de pruebas estupendo para constatar, una vez más, la incapacidad del ser humano para entender su papel en este mundo. Todos los análisis han enfocado el hecho indudable de que nuestro sistema económico, por sofisticado que sea (a causa de dicha sofisticación, más bien), es, en el fondo, bastante vulnerable a cosas tan elementales como unas partículas que ni siquiera son tóxicas. Pero pocos análisis se han detenido a pensar que, en el fondo, no soportamos los contratiempos de fuerza mayor, ni sus consecuencias, y que sólo nos vale que, a la menor contrariedad, venga alguien a rescatarnos o a poner remedio.

Este episodio, en mi opinión, no demuestra el poder de la naturaleza, sino

nuestra impaciencia y la infundada expectativa de que siempre, alguien, venga a sacarnos del apuro. La nube de ceniza no tiene más poder que el que nosotros queramos darle sintiéndonos desgraciados por tener que pasar unos días en un aeropuerto, desembolsar algunos cientos de euros y sufrir unas determinadas pérdidas económicas. Los seguros existen para algo y, si no hay seguros, para esto habría que crearlos. Es cierto que, para algunas personas, las consecuencias habrán ido mucho más allá en lo económico o lo personal. Pero ¿qué se puede hacer sino afrontar sin aspavientos estos imponderables? El riesgo cero no existe ni en esta ni en casi ninguna otra faceta de la vida económica o social y, de existir, su garantía sería extraordinariamente cara.

En el plano económico, todas las perturbaciones causadas por el colapso aeroportuario deberían ser reversibles, incluso dejando un rastro positivo gracias a los esfuerzos de «reconstrucción» tras la tormenta, por así decirlo. No ha habido consecuencias para la integridad de las personas, afortunadamente, y sí quedan muchas cosas que aprender sobre la organización del sistema logístico a escala continental y lo bien fundado (o no) de algunas de las decisiones que se han tomado para evitar dichos daños personales. O de las lagunas de coordinación de un espacio vital para Europa, como es el espacio aéreo.

Aprovechemos este «experimento natural» para extraer lecciones muy sustanciosas respecto a nuestra intolerancia a los imponderables, nuestra incapacidad para reaccionar serenamente a los contratiempos, nuestro sesgo economista de las consecuencias de estos episodios y nuestra poca sofisticación a la hora de asegurarnos contra dichas consecuencias económicas. Lo dicho: el poder de la ceniza lo administramos nosotros, no la ceniza ::

JOSÉ ANTONIO HERCE
es socio-director de Economía
Aplicada y Territorial de
Consultores de Administraciones
Públicas (Afi).
E-mail: jherce@afi.es

Vinexpo Asia-Pacific 2010

Del 25 al 27 de mayo de 2010 tendrá lugar en el recinto ferial HK Convention and Exhibition Centre (HKCEC) de Wan Chai (Hong Kong) una nueva edición de la feria internacional Vinexpo, dedicada al sector del vino. Esta feria cuenta con periodicidad bienal en Asia y es de carácter exclusivamente profesional. Los años impares se celebra en Burdeos (Francia) y los pares en Asia, habiéndose celebrado hasta ahora dos veces en Tokio y tres en Hong Kong.

El tamaño del mercado hongkonés es reducido, pero con un consumidor con alto poder adquisitivo y tasas de crecimiento cercanas al 10%. Hong Kong es además un hub de distribución en la región y una gran puerta de entrada al mercado chino. En 2008, el Gobierno de Hong Kong eliminó los impuestos sobre el vino para así impulsar la posición de la región administrativa como el mayor centro de distribución de vino de Asia.

Los vinos españoles cuentan con un gran potencial en el país, debido a que gustan al consumidor y tienen el apoyo de prensa, importadores y distribuidores, que, poco a poco, van introduciendo el vino español en sus carteras.

En la anterior edición, la feria contó con una superficie de 12.631 m², en los que participaron 692 expositores procedentes de 32 países diferentes. Se registraron 8.868 visitantes y el evento fue cubierto por 375 periodistas asiáticos. El pabellón español estuvo formado por 44 empresas ::

	LUGAR	FECHA	ORGANIZA
FERIAS CON PABELLÓN OFICIAL			
Libya Build 2010 Sector: maquinaria y material eléctrico, maquinaria para la industria cerámica y productos de hormigón y similares, maquinaria de obras públicas, construcción y minería	Trípoli (Libia)	Del 16 al 20 de mayo	Contacto: ATEX - International Exhibition Organizers Tlf: +218 21-3342193 E-mail: info@atex.com.ly
Windpower 2010 Sectores: energía eólica	Texas, Dallas (Estados Unidos)	Del 23 al 26 de mayo	Contacto: Javier Villar Tlf: 91 349 63 81 E-mail: javier.villar@icex.es
Book Expo America BEA 2010 Sectores: libros	Nueva York (Estados Unidos)	Del 26 al 27 de mayo	Contacto: Esther Roperro Tlf: 91 349 64 57 E-mail: carlos.villar@icex.es

MISIONES COMERCIALES Y PARTICIPACIONES AGRUPADAS			
Misión comercial directa a Hungría 2010 Sector: multisectorial	Budapest (Hungría)	Del 10 al 11 de mayo	Cámara de Comercio e Industria de Madrid (Plan Cameral) Tlf: 91 538 35 00 E-mail: camara@camaramadrid.es
Misión comercial directa a Croacia 2010 Sector: alimentación y bebidas gourmet	Zagreb (Croacia)	Del 10 al 15 de mayo	Cámara de Comercio, Industria y Navegación de Vigo Tlf: 986 43 25 33 E-mail: comex@camaravigo.com
Misión comercial directa a Tokio del sector de la música 2010 Sectores: música	Tokio (Japón)	Del 10 al 13 de mayo	El ICEX en colaboración con las asociaciones profesionales Promusicae y UFI y la Oficina Económica y Comercial de España en Tokio Tlf: 91 349 19 87 E-mail: leticia.quintanilla@icex.es

OTRAS ACTIVIDADES			
Feria de búsqueda de distribución en Bélgica Sectores: vino	Bruselas (Bélgica)	17 de mayo	Oficina Económica y Comercial de España en Bruselas Tlf: 00 322 551 10 40 E-mail: bruselas@comercio.mityc.es
Jornadas técnicas de franquicia en Emiratos Árabes Unidos Sectores: franquicia	Viena (Austria) y Liubliana (Eslovenia)	Del 3 al 6 de mayo	ICEX Tlf: 902 349 000 E-mail: informacion@icex.es



GLOBAL INFORMATION TECHNOLOGY REPORT 2009-2010: ITC FOR SUSTAINABILITY

World Economic Forum, 2010 | www.weforum.org

Este informe anual, elaborado por el World Economic Forum en colaboración con INSEAD, evalúa el progreso del sector TIC, así como su impacto en el desarrollo económico mundial. Bajo el subtítulo *TIC para la sostenibilidad*, el informe de este año -el noveno de la serie y uno de los más importantes en el mundo sobre el estado de la sociedad de la información, junto con los del Banco Mundial, diversas agencias de las Naciones Unidas y The Economist- explora las múltiples conexiones entre las TIC y la sostenibilidad en todas sus dimensiones.

El top 10 está compuesto por Suecia, Singapur, Dinamarca, Suiza, Estados Unidos, Finlandia, Canadá, Hong Kong, Holanda y Noruega. España vuelve a ocupar el puesto trigésimo cuarto como en la edición de 2009.

El *Global Information Technology Report* recoge un amplio espectro de indicadores, desde las infraestructuras más básicas hasta los distintos tipos de uso, pasando por el marco regulatorio, la oferta de servicios digitales o una aproximación a la competencia digital ::

GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT: MEETING NEW CHALLENGES TO STABILITY AND BUILDING A SAFER SYSTEM

FMI, abril 2010 | www.imf.org

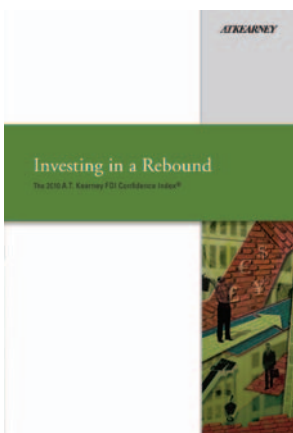
Este informe del Fondo Monetario Internacional sobre la estabilidad financiera mundial acaba de salir publicado y en él se afirma que, aunque la reciente crisis financiera desató una ola de propuestas sobre reforma regulatoria del sistema financiero global, todavía existe una incertidumbre considerable en torno a su aplicación en la práctica. El organismo apoya la imposición de dos impuestos sobre los bancos; el primero iría en función del tamaño de sus balances y el segundo en función de sus políticas de compensación.

Sin un saneamiento más a fondo de los balances de las instituciones financieras y de los hogares, el deterioro de la sostenibilidad de la deuda pública podría repercutir nuevamente en los sistemas bancarios o más allá de las fronteras. Por lo tanto, se necesitan políticas encaminadas a 1) reducir las vulnerabilidades soberanas, 2) lograr que el proceso de desapalancamiento en marcha evolucione sin tropiezos y 3) avanzar con paso firme para completar el plan de reforma regulatoria, con miras a lograr un sistema financiero internacional más seguro, resistente y dinámico ::



INVESTING IN THE REBOUND: THE 2010 A.T. KEARNEY FOREIGN DIRECT INVESTMENT (FDI) CONFIDENCE INDEX 2010

AT Kearney, 2010 | www.atkearney.com



El *Índice de confianza de la inversión extranjera* de AT Kearney es uno de los estudios más importantes que se publican sobre el atractivo para la inversión de los países. Según esta evaluación periódica de los sentimientos de los altos ejecutivos de las empresas más grandes del mundo, los flujos de IED seguirán siendo decepcionantes hasta el 2011. Los empresarios se resisten a hacer inversiones en el actual clima económico y creen que no se producirá una recuperación económica antes de 2011. La mitad de las empresas encuestadas también informan de que están posponiendo las inversiones como resultado de la incertidumbre del mercado y las dificultades para obtener crédito.

En general, las economías desarrolladas aumentaron en el índice, ya que los inversores buscan seguridad, aunque con una destacada excepción, Reino Unido, cuya dependencia de los servicios financieros ha quedado expuesta en la crisis actual. Al mismo tiempo, la colocación de China, India y Brasil entre los primeros muestra el grado de confianza a la fortaleza de estas economías. Estados Unidos, en segundo lugar, y Alemania completan los cinco primeros destinos de la inversión. España sigue sin aparecer en la lista, en la que dejó de estar presente hace algunos años ::

Textura Interiors apuesta por Bulgaria para su expansión internacional

La empresa de decoración textil Textura Interiors ha iniciado su expansión internacional con la apertura de una tienda en Sofía (Bulgaria). De esta forma, tras consolidarse en el mercado nacional, Textura emprende un primer paso hacia la expansión e internacionalización de sus franquicias, abriéndose así a nuevos mercados que ofrecen elevado potencial.

Los gestores de la compañía han elegido Bulgaria para abrir la primera franquicia de Textura en Europa por las buenas perspectivas de crecimiento que tiene el segmento de la moda del hogar en ese país, ya que se trata de un mercado emergente no suficientemente desarrollado en el que la empresa quiere ser pionera. Con este nuevo establecimiento, Textura pasa a te-

El grupo Osborne inicia su plan de expansión en EEUU

El grupo Osborne, especializado en la fabricación y distribución de bebidas y productos alimenticios, ha iniciado en 2010 un ambicioso proyecto de internacionalización en Estados Unidos. El proyecto se pone en marcha tras los positivos resultados obtenidos en China por su filial, Sanchez Romero Carvajal, dedicada a la fabricación y distribución de productos ibéricos.

Osborne pretende comercializar todos sus productos en EEUU, donde espera vender especialmente los productos ibéricos y vinos, actualmente el 60% de las ventas del grupo. Para fortalecer su presencia en la división de vinos, Osborne ha llegado a un acuerdo con The Wine Group (tercera empresa mundial de vino). Al tiempo, otra de las marcas más reconocidas del grupo, Solán de

España, cuarto mayor inversor en energías limpias



Durante el pasado ejercicio de 2009, España ha sido el cuarto principal país inversor en energías limpias, con una inversión en torno a los 10.000 millones de dólares, situándose sólo por detrás de China (34.600 millones de dólares), Estados Unidos (18.600 millones) y Reino Unido (11.200 millones), de acuerdo con un estudio de la organización sin ánimo de lucro Pew Charitable Trusts. La inversión global en dichas fuentes energéticas ha crecido más del doble durante el último lustro, si bien el país que ha registrado un mayor incremento en capacidad instalada (250%) ha sido Corea del Sur.

En general, la energía eólica ha sido la fuente a la que los países han destinado más recursos, excepto en los casos de España, Alemania e Italia, donde la solar ha sido la mayor receptora de inversiones.

A pesar del crecimiento, en términos globales, de la inversión en energías limpias, es cierto que la recesión económica ha generado caídas en algunos mercados como el estadounidense, en el que la inversión en tecnología ligada a las energías renovables ha verificado una caída interanual del 40% en 2009 y, en el caso de España, también se ha roto la tendencia de inversiones crecientes registrada en los últimos años ::



Cabras, se encuentra inmersa en un proceso similar de apertura de mercados internacionales. Además, la compañía ha rediseñado su imagen corporativa y ha asignado un nuevo director internacional.

El grupo Osborne cerró 2008 con una facturación de 270 millones de euros y cuenta con una plantilla superior a los 1000 empleados ::

Caída del movimiento de contenedores en los puertos de América Latina y Caribe en 2009



De acuerdo con el *ranking* 2009 de actividad portuaria elaborado por la Unidad de Servicios de Infraestructura de la Comisión Económica para América Latina y Caribe (CEPAL), los 20 principales puertos latinoamericanos y caribeños registraron una caída interanual en el movimiento de contenedores del 6,8% en el pasado ejercicio de 2009, si bien hay que indicar que no se trata de hecho aislado, ya que la crisis económica y financiera internacional ha afectado al comercio internacional, reduciendo la actividad en los principales puertos del mundo.

En el mencionado *ranking* se mantiene la clasificación de los puertos del año anterior, continuando como líder el puerto brasileño de Santos, que registró movimientos de 2,25 millones de TEU en 2009, cerca de un 16% menos que el año anterior. Por detrás se sitúan los puertos panameños de Colón, con 2,21 millones de TEU, y Balboa, con dos millones, que también disminuyeron su actividad en 2009. En la cara opuesta, el puerto colombiano de Cartagena ha sido el único, dentro los que mueven por encima del millón de TEU, que verificó un mayor movimiento de contenedores (en concreto, dicho aumento fue del 7,65%) :

Indonesia necesita inversores para el ámbito de la energía geotérmica

Indonesia cuenta con un importante potencial de generación de energía geotérmica; no en vano, es líder mundial en lo que a propiedad de recursos geotérmicos se refiere. Sin embargo, muchos de estos recursos no están explotados y para su aprovechamiento son necesarias importantes inversiones. Actualmente, sólo se explotan 1.200 megavatios (en torno al 4,3% del total, estimado en 28.100 megavatios) y, en el próximo lustro, el Ministerio de Energía y Recursos Minerales indonesio preten-

de comenzar a explotar el resto de capacidad disponible, para lo que está buscando inversores privados que contribuyan con 12.000 millones de dólares.

En los próximos cinco años, Indonesia podría convertirse en el principal país productor de energía geotérmica (situándose por delante de EEUU). La explotación de esta fuente energética contribuiría muy positivamente a la reducción de las emisiones de dióxido de carbono, a la vez que reduciría la dependencia que tiene el

Turismo y construcción de carreteras y viviendas sociales pueden atraer a empresas españolas a Panamá

El embajador de la República de Panamá en España, Álvaro Enrique Tomás Abrahams, ha manifestado, en el marco de un evento sobre el mercado panameño que ha organizado la patronal valenciana, Cierval, que las empresas españolas pueden encontrar interesantes oportunidades de negocio en Panamá en los ámbitos de construcción de carreteras y viviendas sociales, en la realización de las obras de ampliación del Canal o en el sector turístico :



país del carbón. Con la entrada de inversiones privadas, en 2014, de acuerdo con los planes del Gobierno indonesio, la producción de energía geotérmica podría situarse cerca de los 5.000 megavatios, lo que significaría un recorte en las emisiones de CO₂ equivalente a 82 millones de toneladas. Asimismo, en un horizonte temporal más amplio, en 2025, Indonesia pretende llegar a los 9.500 megavatios de producción de energía geotérmica, que respondería a un 17,5% de las necesidades energéticas del país :

La empresa española Farm Biocontrol se instala en Chile

La empresa española de biotecnología, Farm Biocontrol, con sede en Zaragoza, ha iniciado su proceso de internacionalización con la puesta en marcha de una filial en Chile. El objetivo es crear un centro especializado en medidas de bioseguridad para centros de acuicultura en la localidad chilena de Ancud, reconocida por el desarrollo de la salmonicultura y mitilicultura en el país sudamericano.



La puesta en marcha de la filial en Chile por parte de Farm Biocontrol surge a raíz del compromiso del Gobierno chileno de buscar soluciones al estado biosanitario de la acuicultura en el país, segundo productor mundial por detrás de Noruega. El objetivo de la empresa española es beneficiarse de un mercado con

unas elevadas posibilidades de crecimiento, además de servir de centro logístico para una posible expansión en otros mercados americanos. La inversión prevista para el desarrollo del proyecto es de tres millones de euros, que se destinarán a la construcción de instalaciones, laboratorios y maquinaria. La nueva filial supondrá la creación de 25 puestos de trabajo en tres años.

A pesar de este proyecto de internacionalización, la empresa continuará centralizando su actividad en España y no descarta nuevos planes de expansión en países como Marrueco y Canadá. Actualmente, Farm Biocontrol tiene una facturación en torno a dos millones de euros y genera unos 15 empleos directos así como otros 50 de manera indirecta ::

Conservas Mendavia abre dos centros de producción en Perú

La empresa navarra Mendavia Conservas Artesanas (MCA) ha inaugurado dos nuevas fábricas en Perú, que se suman a la fábrica de la compañía en China y a otra serie de instalaciones de producción que la empresa tiene en Senegal, Ecuador y Argentina.



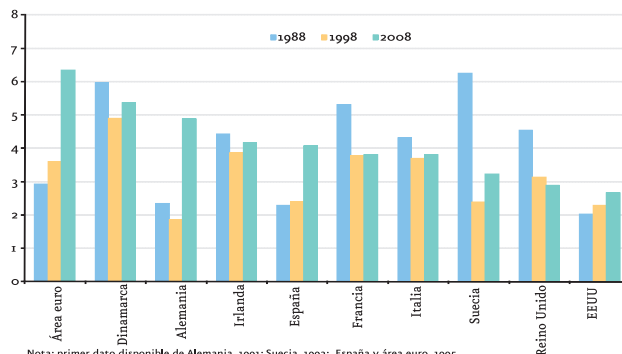
La empresa, especializada en la producción de conservas vegetales de forma artesanal, ha decidido descentralizar su producción fuera de España con el objetivo de reducir costes y aumentar su competitividad. Actualmente, tan sólo un 8% de la producción de la empresa se elabora en España, aunque la semilla de los productos procede del municipio de Mendavia.

MCA fue fundada en 1994 a raíz de la unión de varios conserveros artesanos y actualmente factura en torno a 28 millones de euros y emplea a unos 50 trabajadores. La empresa cuenta con tres fábricas en Navarra y una planta en Cáceres, de donde sale gran parte de la producción nacional. Además de las nuevas fábricas, la compañía planea abrir un nuevo almacén y estudia un posible incremento de su producción vinícola e introducirse en el mercado de los productos congelados ::

Más inversión pública, pero no más déficit

Sara Balaña

Inversión pública (% del PIB)



Fuente: AMECO.

En los máximos del último ciclo expansivo, la inversión agregada de la economía española llegó a alcanzar casi el 31% del PIB, con un volumen anual del orden de los 325.000 millones de euros. Cuando estas cifras se ponen en contraste con las de las economías de su entorno, el proceso inversor acometido en la última década en España gana importancia relativa y equipara su comportamiento al de economías emergentes en expansión como la República Checa o Turquía, mientras que lo aleja de las europeas tradicionales como Francia o Alemania.

Hogares, a través de la compra de vivienda, y empresas, relanzando la inversión en bienes de equipo y obra no residencial (oficinas, almacenes, centros comerciales, etc.), han sido los principales responsables del repunte de la tasa de inversión, que, a principios de la presente década, apenas alcanzaba el 25% del PIB, y también los artífices de la corrección que ha experimentado en los dos años que llevamos de crisis. Sin obviar la menor importancia relativa de la inversión del sector público, su papel, antes y ahora, merece especial mención. Adecuar el nivel de *stock* de capital por habitante al de la media europea exigía del compromiso de las Administraciones públicas con la inversión en infraestructuras. En 2008, la ratio sobre PIB de inversión pública se situaba, según datos de AMECO, en el 4%, duplicando las cotas de finales de la década de los noventa y en línea con los registros de Francia, Italia o Irlanda.

Desde entonces, el sector público ha intentado amortiguar el impacto del desplome de la actividad privada, manteniendo las cifras de licitación y adoptando programas *ad hoc*, que, al margen de su eficacia a medio plazo, sí han suavizado las tasas de caída, ya de por sí muy elevadas, de la inversión agregada.

La recuperación de las decisiones de inversión privada tardará en producirse: el ajuste del mercado inmobiliario todavía exige tiempo y, mientras no recircule la financiación a las pymes (parte de las iniciativas recogidas en el Pacto de Zurbano y aprobadas recientemente van orientadas a reducir las trabas a la financiación de pymes y autónomos) y se despeje el escenario de consumo, las empresas seguirán retrasando sus proyectos de inversión. La participación del sector público en la economía parece erigirse como tabla de salvación y lo sería si no estuviese limitada por un déficit público que ha cerrado 2009 por encima del 11% del PIB. Los programas de consolidación propuestos para revertir la posición de las finanzas públicas contemplan recortes en la inversión pública significativos, que pueden suponer un lastre relevante para la salida de la crisis. La búsqueda de fórmulas de financiación público-privadas constituye la esencia del nuevo Plan Extraordinario de Infraestructuras para el período 2010-12. Empiezan gastando las empresas concesionarias y el sector público se compromete a devolverle los fondos a partir de 2014, cuando el fantasma del déficit ya no amenace. Una buena noticia si el plan llega a buen puerto ::

Resumen mensual José Fraile

INFLACIÓN

La inflación española recupera en marzo los niveles de cierre de 2008: se confirma el IPCA preliminar y la tasa general repunta seis décimas hasta el 1,4%, pero con una inflación subyacente situada en el 0,2%, mientras que, en 2008, estaba en el 2,4%. El repunte reside en los componentes volátiles: la contribución de los precios de los productos energéticos al índice general es justo lo que se ha incrementado la inflación.

Alimentos elaborados y bienes industriales reproducen el patrón esperado, con práctica estabilidad en los niveles de febrero, y han sido los servicios, con un avance del 1,3%, los que han explicado el comportamiento del agregado.

Sara Baliña

DIVISAS

Ha sido Singapur quien ha decidido reevaluar su divisa, en lo que puede constituir un precedente a futuros movimientos en otras economías de la región, siendo el del yuan el más barajado. El Banco Central de Singapur ha situado el tipo de cambio del dólar singapurense en niveles de 1,3759 dólar singapurense/dólar estadounidense (+1,2%) -máximos desde agosto de 2008-, justificando esta decisión en la revisión al alza del crecimiento para 2010 de su economía (hasta el 9%) y en la necesidad de contener las presiones inflacionistas.

Las señales de «vuelta» a los registros de crecimiento precrisis en Asia emergente están incrementando las probabilidades de asistir más pronto que tarde a un tensionamiento en sus condiciones monetarias.

Luis Hernanz

LATINOAMÉRICA

Brasil ha liderado un crecimiento en la zona, con un avance de su PIB que ha sido del 2% en tasa trimestral. Otras economías, como la de Argentina, Chile, Colombia o Perú, la han seguido con crecimientos del PIB que en todos los casos han superado el 1% en tasa trimestral, aunque con divergencias en cuanto a su composición.



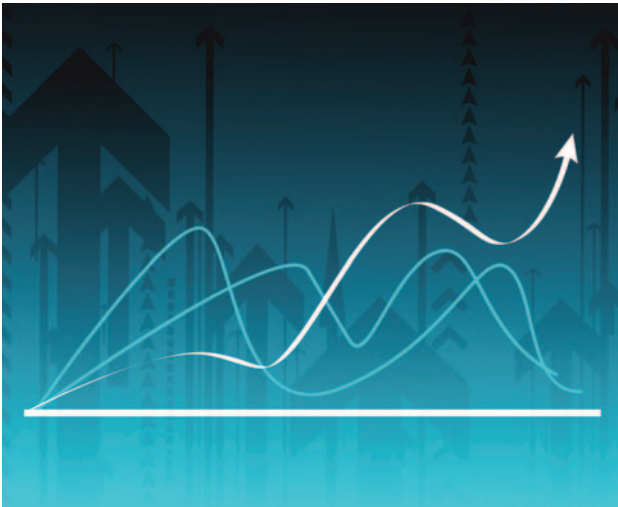
Con la publicación de los PIB del cuarto trimestre por parte de los principales países de América Latina se confirma que la región se encuentra en plena fase de recuperación.

Álvaro Lissón

El post del mes

Luis Hernanz

Iberia y British Airways cierran la fusión: todo descontado por el mercado



Tarde, pero finalizado. Iberia y British Airways (BA) han cerrado su acuerdo de fusión según ha dado a conocer la compañía española antes de la apertura de la sesión de hoy a la CNMV. Este acuerdo llega tras el aplazamiento que tuvo lugar el pasado 25 de marzo con el objetivo de resolver algunos temas meramente técnicos.

Esta fusión, que se ejecutará previsiblemente a finales de 2010, supondrá la creación de un nuevo grupo, que se denominará International Airlines Group, y que contará con una flota de 408 aviones y cerca de 200 destinos. Ambas aerolíneas esperan generar unas sinergias de 400 millones de euros a partir del quinto año de funcionamiento conjunto. Las compañías mantendrán sus respectivas marcas comerciales y su habitual funcionamiento operativo.

Entendemos que la fusión con BA beneficiará considerablemente a Iberia, ya que permitirá generar sinergias positivas para ambas compañías

Sin sorpresas tampoco en la ecuación de canje. En este sentido, los accionistas de BA recibirán una nueva acción ordinaria de International Airlines Group por cada acción ordinaria que posean en British Airways y los accionistas de Iberia recibirán 1,0205 nuevas acciones ordinarias de International Airlines Group por cada acción que posean en Iberia.

Por otro lado, la principal preocupación de los inversores, y que ha retrasado en parte la fusión, es el déficit del plan de pensiones de BA, que alcanza los 3.700 millones de libras y que continúa sin cerrarse definitivamente. Por el momento, el único acuerdo en este sentido es que Iberia tendrá derecho a resolver el contrato de fusión si el plan de cobertura del fondo de pensiones acordado por British Airways y los administradores de sus fondos de pensiones no es lo suficientemente satisfactorio para la aerolínea española.

Se disipa también una de las dudas que se mantenían: cómo se iba a llevar a cabo la cotización de esta nueva compañía. Así, las nuevas acciones de International Airlines Group se negociarán en el mercado principal de la Bolsa de Londres (y, posiblemente, en el índice FTSE UK Index). Además, los valores del nuevo grupo cotizarán igualmente en las Bolsas españolas a través del Sistema de Interconexión Bursátil Español (Mercado Continuo).

Cotización de Iberia



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

Con todo, entendemos que la fusión con British Airways beneficiará considerablemente a Iberia, ya que permitirá generar sinergias positivas para ambas compañías. Por ello, situamos nuestro precio objetivo en los 2,50 euros/acción. Ahora bien, la intensa revalorización experimentada por su cotización en las últimas semanas (24% desde mediados de febrero de 2010) deja nuestro precio objetivo sin potencial. Por ello, recomendamos mantener Iberia con un precio objetivo de 2,50 euros/acción. ::

TIPOS DE CAMBIO. DIVISA FRENTE AL EURO

País	Divisa	Código	23/04/2010	Hace 52 semanas	Últimas 52 semanas	
					Máximo	Mínimo
Argentina	Peso	ARS	5,15	4,83	5,77	4,80
Brasil	Real	BRL	2,35	2,89	2,94	2,33
Bulgaria	Lev	BGL	1,96	2,23	2,28	1,89
Canadá	Dólar	CAD	1,33	1,61	1,63	1,32
Chile	Peso	CLP	694,09	765,20	828,20	680,49
China	Yuan	CNY	9,09	8,93	10,34	8,85
Colombia	Peso	COP	2.600,75	3.009,77	3.106,82	2.544,18
Corea del Sur	Won	KRW	1.476,37	1.755,93	1.837,87	1.463,61
Estados Unidos	Dólar	USD	1,33	1,31	1,51	1,30
Hungría	Florín	HUF	264,46	299,70	299,87	260,52
India	Rupia	INR	59,22	65,25	71,42	58,66
Japón	Yen	JPY	125,10	127,92	139,22	119,65
Kenia	Chelín	KES	103,13	103,56	114,29	100,39
Malasia	Ringgit	MYR	4,24	4,73	5,26	4,23
Marruecos	Dirham	MAD	11,16	11,14	11,51	11,10
Nigeria	Naira	NGN	200,05	195,09	229,57	191,58
Perú	Sol	PSS	4,28	4,90	4,93	4,15
Polonia	Zloty	PLN	3,88	4,51	4,60	3,82
Reino Unido*	Libra	GBP	0,87	0,89	0,94	0,84
Rep. Checa	Corona	CZK	25,40	27,02	27,12	24,97
Rep. Sudáfrica	Rand	ZAR	9,9427	11,7402	12,1444	9,6235
Rusia	Rublo	RUB	38,8621	43,9128	46,4195	38,6963
Suiza	Franco	CHF	1,4354	1,5121	1,5381	1,4144
Venezuela	Bolívar	VEB	5718,972	2806,788	6103,376	2784,35

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

Fuente: Bloomberg.

TIPOS DE INTERÉS. ABRIL 2010

	1 día	3 meses	1 año		1 día	3 meses	1 año
Área Euro	0,30	0,68	1,28	Canadá	0,35	0,60	2,03
Dinamarca	1,00	1,20	1,55	Estados Unidos	0,39	0,48	1,22
Reino Unido	0,65	0,91	1,36	Argentina	9,06	11,88	13,75
Suecia	0,35	0,40	1,23	Brasil	8,66	0,10	0,09
Suiza	0,22	0,43	0,89	Chile	0,55	0,14	0,04
				México	4,50	4,64	4,97
Chequia	1,18	1,30	1,80	Perú	1,29	1,99	5,16
Eslovaquia	n.d.	n.d.	n.d.				
Hungría	6,57	5,05	4,90	Australia	4,30	4,65	5,55
Polonia	3,23	3,93	4,28	China	1,30	1,71	2,25
Rusia	3,60	4,75	5,25	Corea*	3,168	3,13	3,89
				Hong Kong	0,51	0,20	0,65
Egipto	4,00	6	6,75	Indonesia	6,27	7,58	8,33
Sudáfrica	7,30	7,10	8,00	Japón	0,27	0,43	0,72
Turquía	7,40	7,61	9,10	Singapur	0,28	0,50	0,80

* A una semana.

Fuente: Bloomberg y Reuters.

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

País	MOODY'S	S&P'S	País	MOODY'S	S&P'S
AMÉRICA LATINA Y CENTRAL			ÁFRICA Y ORIENTE PRÓXIMO		
Argentina	B3	B-	Egipto	Ba1	BB+
Brasil	Baa3	BBB-	Irán	WR	NR
Chile	A1	A+	Marruecos	Ba1	BBB-
Colombia	Ba1	BBB-	Senegal	NR	B+
México	Baa1	BBB	Sudáfrica	A3	BBB+
Perú	Baa3	BBB-	Túnez	Baa2	BBB
Venezuela	B2	BB-			
EUROPA DEL ESTE			ASIA		
Bulgaria	Baa3	BBB	China	A1	A+
Rumania	Baa3	BB+	India	Baa3	BBB-
Rusia	Baa1	BBB	Indonesia	Ba2	BB
Turquía	Ba2	BB	Tailandia	Baa1	BBB+
			Vietnam	Ba3	BB

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

INDICADORES MACROECONÓMICOS EUROPA. ABRIL 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	1,6	1,7	0,4	0,9	1,3	8,1	8,4	8,6	-79,1	-130,0	-113,0	168,0	188,0	201,0
Dinamarca*	-4,9	1,2	1,9	1,3	1,4	1,8	7,8	2,7	2,7	4,0	3,0	2,5	12,4	9,0	8,2
España*	-3,6	-0,4	1,0	-0,3	1,3	1,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-80,3	-60,0	-57,7
Francia*	-2,2	1,4	1,7	0,1	1,4	1,5	9,1	10,0	9,9	-11,7	-109,0	-94,0	-57,0	-52,5	-49,8
Grecia	-2,0	-2,6	-0,5	1,2	1,8	1,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-37,5	-28,2	-23,6
Irlanda	-7,1	-1,1	2,4	-4,5	-0,7	1,3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-6,8	-2,4	-0,6
Italia*	-5,1	0,8	1,1	0,8	1,5	1,8	7,8	8,8	8,9	-78,2	-84,9	-78,2	-67,4	-57,4	-50,7
Polonia	1,7	2,8	3,6	3,5	2,4	2,5	n.d.	n.d.	n.d.	-6,7	-6,6	-5,3	-7,2	-11,0	-16,0
Reino Unido*	-4,9	1,3	2,3	2,2	2,7	1,7	4,7	5,2	5,2	-21,9	173,0	173,0	-28,8	-33,8	-28,3
Bulgaria	-5,0	0,0	2,6	2,8	2,6	3,2	n.d.	n.d.	n.d.	-2,7	-2,1	-1,4	-4,5	-4,7	-4,8
Rumania	-7,1	0,9	3,1	5,6	4,4	3,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-7,1	-7,9	-9,4
Zona Euro*	-4,0	1,2	1,5	0,3	1,2	1,4	9,4	10,3	10,4	-555,0	-627,0	-566,0	-80,7	-9,1	16,9
UE-27*	-4,1	1,1	1,7	0,8	1,5	1,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-57,9	5,0	41,5
OTROS PAÍSES EUROPEOS															
Rusia	-7,9	4,7	4,6	8,8	7,1	6,7	n.d.	n.d.	n.d.	-5,9	-3,9	-1,8	49,0	68,9	65,8
Suiza*	-1,5	1,8	1,9	-0,5	1,0	1,1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	41,2	49,3	53,2
Turquía	-4,7	4,9	4,4	6,3	9,2	6,3	n.d.	n.d.	n.d.	-5,5	-4,9	-4,3	-14,0	-28,1	-33,9
Europa Este ⁴	-5,5	3,5	4,1	6,6	6,0	5,4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,4	13,1	-2,8

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.

⁵ Datos de Febrero

Fuente: Consensus Forecasts, Comisión Europea y elaboración propia.

INDICADORES MACROECONÓMICOS AMÉRICA. ABRIL 2010

	PIB ¹			Inflación ¹			Saldo público sobre 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	0,9	4,6	3,0	7,7	10,5	10,4	-0,6	-1,0	-1,4	11,3	8,7	7,2
Bolivia	3,4	3,7	4,2	0,3	4,3	5,2	n.d.	n.d.	n.d.	0,8	0,9	1,0
Brasil	-0,2	5,8	4,5	4,3	5,2	4,7	3,2	2,4	1,9	-24,3	-48,7	-62,2
Chile	-1,5	4,5	5,5	-1,4	3,6	3,2	-4,5	-2,5	-0,6	4,2	1,1	0,0
Colombia	0,4	3,0	3,8	2,0	3,7	3,9	n.d.	n.d.	n.d.	-5,1	-5,4	-6,2
México	-6,5	4,2	3,5	3,6	5,2	3,9	-2,3	-2,6	-2,3	-5,2	-10,3	-15,2
Perú	0,9	5,3	5,0	0,2	2,4	2,6	n.d.	n.d.	n.d.	0,2	-1,1	-1,5
Venezuela	-3,3	-2,7	-1,3	26,9	32,5	30,1	-4,7	-1,2	2,0	8,6	18,1	18,6
América Latina	-1,9	4,2	3,8	5,5	7,5	6,8	n.d.	n.d.	n.d.	-17,2	-46,9	-69,2
EE.UU.	-2,4	3,2	3,1	-0,3	2,1	1,9	n.d.	n.d.	n.d.	-420,0	-498,0	-545,0
Canadá	-2,6	3,2	3,0	0,3	1,9	2,2	n.d.	n.d.	n.d.	-36,1	-29,0	-19,5

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

Fuente: Consensus Forecasts.

INDICADORES MACROECONÓMICOS ASIA/PACÍFICO. ABRIL 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	9,9	9,0	-0,7	3,3	3,4	284,1	288,7	292,2
India	7,1	8,2	8,4	11,7	8,2	6,1	-23,0	-32,3	-42,5
Japón	-5,2	2,2	1,6	-1,4	-1,1	-0,2	142,1	177,1	179,4
Corea del Sur	0,2	5,1	4,2	2,8	2,8	3,0	42,7	22,0	15,8
Asia/Pacífico	1,5	5,7	5,2	0,8	2,1	2,4	555,3	527,3	518,5

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 - FEBRERO 2010

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 09/08	Millones euros	% total	% 09/08	Millones euros
ANDALUCÍA	2.534,1	9,7	19,9	3.245,6	9,5	16,2	-711,5
ARAGÓN	1.200,9	4,6	42,0	1.040,0	3,0	18,6	160,9
ASTURIAS	447,8	1,7	35,4	471,6	1,4	10,4	-23,8
BALEARES	149,3	0,6	-22,0	178,7	0,5	34,7	-29,4
COMUNIDAD VALENCIANA	2.844,3	10,9	12,7	2.884,1	8,4	8,0	-39,7
CANARIAS	244,5	0,9	-12,5	568,6	1,7	17,3	-324,1
CANTABRIA	306,5	1,2	14,3	277,0	0,8	31,2	29,5
CASTILLA-LA MANCHA	454,2	1,7	11,9	713,2	2,1	14,6	-259,0
CASTILLA-LEÓN	1.540,2	5,9	22,4	1.328,3	3,9	6,9	211,9
CATALUÑA	6.903,6	26,5	12,4	9.775,1	28,6	-3,2	-2.871,5
CEUTA	0,0	0,0	-100,0	40,2	0,1	4,6	-40,2
EXTREMADURA	170,4	0,7	-2,8	147,9	0,4	3,3	22,5
GALICIA	2.100,0	8,1	7,9	1.844,6	5,4	-1,0	255,5
MADRID	2.806,1	10,8	-1,9	7.381,1	21,6	-10,6	-4.575,0
MELILLA	0,6	0,0	-69,1	17,9	0,1	-28,8	-17,3
MURCIA	705,9	2,7	5,7	1.045,8	3,1	-7,0	-339,9
NAVARRA	941,6	3,6	14,0	631,6	1,8	14,8	310,1
PAÍS VASCO	2.454,3	9,4	3,1	2.155,3	6,3	11,0	298,9
LA RIOJA	186,2	0,7	-15,2	146,1	0,4	-2,2	40,1
SIN DETERMINAR	87,6	0,3	49,3	256,9	0,8	20,0	-169,3
TOTAL	26.078,1	100,0	11,0	34.149,5	100,0	0,9	-8.071,4

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

COMERCIO EXTERIOR POR SECTORES ECONÓMICOS. ENERO - FEBRERO 2010

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 09/08	Millones euros	% total	% 09/08	Millones euros
Alimentos	4.250,3	16,3	1,7	3.317,5	9,7	-6,9	932,8
Productos energéticos	967,7	3,7	-15,9	6.227,0	18,2	11,9	-5.259,3
Materias primas	598,5	2,3	41,2	1.008,0	3,0	16,9	-409,6
Semimanufacturas no químicas	2.980,9	11,4	12,7	2.550,9	7,5	14,4	430,0
Productos químicos	3.918,5	15,0	14,4	5.307,3	15,5	4,9	-1.388,8
Bienes de equipo	4.941,1	18,9	4,3	6.583,0	19,3	-4,6	-1.641,9
Sector automóvil	4.826,6	18,5	43,8	4.130,4	12,1	-11,5	696,2
Bienes de consumo duradero	509,9	2,0	-7,6	1.171,9	3,4	26,9	-662,0
Manufacturas de consumo	2.242,2	8,6	-11,4	3.713,9	10,9	-6,6	-1.471,7
Otras mercancías	842,5	3,2	69,8	139,7	0,4	21,5	702,8
TOTAL	26.078,1	100,0	11,0	34.149,5	100,0	0,9	-8.071,4

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

INTERCAMBIOS COMERCIALES DE ESPAÑA POR ÁREAS GEOGRÁFICAS. ENERO - FEBRERO 2010

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Mill. euros	% total	% og/o8	Mill. euros	% total	% og/o8	Mill. euros
UNIÓN EUROPEA (1)	18.206,3	69,8	10,3	19.088,5	55,9	-1,4	-882,3
ZONA EURO	15.031,3	57,6	10,1	15.337,7	44,9	-7,1	-306,3
Francia	5.358,7	20,5	14,6	3.944,7	11,6	-16,6	1.414,0
Bélgica	709,2	2,7	7,8	930,7	2,7	15,8	-221,5
Luxemburgo	25,7	0,1	-18,3	63,6	0,2	105,6	-37,9
Países Bajos	830,1	3,2	3,6	1.607,8	4,7	21,7	-777,7
Alemania	2.809,1	10,8	5,2	4.177,7	12,2	-16,3	-1.368,6
Italia	2.163,5	8,3	17,1	2.311,2	6,8	1,7	-147,7
Irlanda	116,7	0,4	23,0	426,5	1,2	-31,3	-309,8
Portugal	2.293,1	8,8	6,1	1.193,5	3,5	10,2	1.099,6
Austria	224,7	0,9	10,2	267,6	0,8	10,7	-42,8
Finlandia	81,8	0,3	-12,0	137,7	0,4	-24,3	-55,9
Grecia	250,6	1,0	-7,8	53,3	0,2	-3,7	197,3
Eslovenia	62,2	0,2	73,2	26,1	0,1	12,5	36,1
Malta	15,6	0,1	15,0	30,0	0,1	21,8	-14,4
Chipre	24,3	0,1	-17,3	1,5	0,0	72,6	22,9
Eslovaquia	66,0	0,3	1,6	165,9	0,6	42,2	-99,9
RESTO UE	3.174,9	12,2	11,3	3.750,9	11,0	31,6	-576,0
Reino Unido	1.698,5	6,5	16,8	1.605,1	4,7	13,8	93,4
Dinamarca	137,8	0,5	-12,2	250,8	0,7	-5,1	-113,0
Suecia	218,3	0,8	24,6	258,2	0,8	-14,8	-40,0
Estonia	10,2	0,0	-18,5	4,8	0,0	-11,0	5,4
Letonia	11,6	0,0	-31,8	5,6	0,0	143,0	6,0
Lituania	24,8	0,1	11,4	18,7	0,1	-52,1	6,1
Polonia	386,5	1,5	4,0	465,7	1,8	95,6	-79,2
República Checa	238,4	0,9	26,8	361,7	1,4	67,2	-123,4
Hungría	120,1	0,5	-15,2	239,1	0,9	11,8	-119,0
Bulgaria	27,9	0,1	-16,6	46,4	0,1	-7,8	-18,5
Rumanía	92,2	0,4	-3,6	188,7	0,6	77,5	-96,5
RESTO EUROPA	1.636,6	6,3	19,3	2.274,4	6,7	11,9	-637,8
Suiza	514,3	2,0	17,2	475,0	1,4	4,8	39,3
Noruega	101,1	0,4	-4,5	336,0	1,0	-6,0	-234,9
Turquía	466,0	1,8	68,6	436,8	1,3	22,2	29,2
Rusia	203,1	0,8	-5,1	880,2	2,6	33,0	-677,1
Croacia	25,4	0,1	-16,6	8,1	0,0	-26,5	17,3
AMÉRICA DEL NORTE	901,7	3,5	-12,8	1.385,6	4,1	-22,7	-484,0
EEUU	801,5	3,1	-14,2	1.289,4	3,8	-23,0	-487,9
Canadá	100,2	0,4	0,9	96,3	0,3	-18,2	3,9
AMÉRICA LATINA	1.200,4	4,6	11,2	1.327,8	3,9	-2,9	-127,4
Argentina	98,7	0,4	28,7	191,2	0,6	-6,3	-92,5
Brasil	317,0	1,2	92,7	275,4	0,8	-18,1	41,6
México	313,9	1,2	-15,0	305,3	0,9	43,6	8,5
RESTO DE AMÉRICA	31,1	0,1	50,0	299,0	0,9	58,4	-267,9
ASIA	2.101,4	8,1	37,9	6.640,5	19,4	11,7	-4.539,1
Japón	217,2	0,8	21,1	560,8	1,6	19,3	-343,6
China	326,1	1,3	44,1	2.716,1	8,0	4,1	-2.389,9
Hong-Kong	87,8	0,3	21,6	35,4	0,1	-43,7	52,4
Corea del Sur	120,8	0,5	7,1	262,0	0,8	-22,8	-141,2
India	165,7	0,6	101,1	384,2	1,1	23,3	-218,5
Oriente Medio	591,0	2,3	-4,4	1.498,1	4,4	50,1	-907,0
ÁFRICA	1.328,8	5,1	-2,2	3.035,7	8,9	-1,6	-1.706,9
Marruecos	468,6	1,8	-7,0	409,3	1,2	11,8	59,3
Argelia	234,7	0,9	-30,5	727,9	2,1	-16,3	-493,2
Nigeria	25,8	0,1	-27,8	581,2	1,7	50,8	-555,4
Sudáfrica	121,1	0,5	73,7	109,6	0,3	-35,4	11,5
OCEANÍA	152,8	0,6	39,2	97,9	0,3	3,1	55,0
SIN DETERMINAR	519,0	2,0	6,3	0,0	0,0	---	519,0
TOTAL MUNDIAL	26.078,1	100,0	11,0	34.149,5	100,0	0,9	-8.071,4
Pro memoria:							
TOTAL NO UE	7.871,9	30,2	12,7	15.061,0	44,1	3,8	-7.189,1
TOTAL NO ZONA EURO	11.046,8	42,4	12,3	18.811,8	55,1	8,4	-7.765,0
OCDE	20.727,9	79,5	9,8	22.631,3	66,3	-2,4	-1.903,4
NAFTA	1.215,5	4,7	-13,3	1.691,0	5,0	-15,7	-475,4
MERCOSUR	439,9	1,7	72,9	488,3	1,4	-13,7	-48,5
OPEP	802,6	3,1	-13,0	3.449,9	10,1	20,8	-2.647,3

(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».



«Hemos vuelto a observar esa fácil vinculación causal entre competitividad china y pérdida de puestos de trabajo en EEUU»

El manipulador cambiario

La noticia es que, el Departamento del Tesoro estadounidense ha aplazado la divulgación de un informe que presentaría al Congreso el día 15 de abril, sobre el comportamiento de los tipos de cambio en la economía internacional, del que, seguro, se podría deducir la caracterización del Gobierno chino de «manipulador cambiario»: mediación activa de las autoridades en la formación del tipo de cambio de su moneda, con el fin de mantener ventajas competitivas en el precio de las exportaciones. En este caso, límites fundamentalmente a la apreciación del tipo bilateral frente al dólar estadounidense. La obsesión de EEUU por este asunto es tal que, al menos hasta hace una semana, pretendía incorporarlo entre las prioridades del próximo G-20.

No es nueva esa suerte de obsesión estadounidense por considerar al tipo de cambio del yuan artificialmente bajo, el principal responsable del déficit comercial bilateral de EEUU con China, que totalizó 226.800 millones de dólares el pasado año. En algunos círculos empresariales y políticos de EEUU, también se cree que el Gobierno chino subsidia a los exportadores. Esa insistencia, que roza el proteccionismo, no es exclusiva de un determinado partido político, sino que encuentra una significativa recepción en los dos. Estas semanas, hemos vuelto a observar esa fácil vinculación causal entre competitividad china y pérdida de puestos de trabajo en EEUU. Y ello alimenta las propuestas de unos y otros de interponer restricciones bajo diversas formas a las importaciones procedentes de aquel país. Las acciones adoptadas por Nixon en 1971 y Reagan en 1985, bien mediante aumento de tarifas a las importaciones o ajustes cambiarios, son evocadas ahora como expresivas de la defensa de los intereses estadounidenses.

No es un asunto que deje indiferente a los economistas. A grandes rasgos, en este asunto, el Nobel Paul Krugman se

aliena con los proteccionistas, mientras que otros, como Stephen Roach, responsable de Morgan Stanley en Asia, considera que es una excusa fácil, una justificación artificial estadounidense que escinde las verdaderas carencias empresariales de su país frente a la pujanza competitiva china. Es verdad que con China el déficit comercial bilateral de EEUU es abultado, pero ese desequilibrio también existe con otros 90 países, denunciando un déficit de ahorro crónico. Como destaca Roach, el comercio con EEUU representa sólo el 12% del comercio total chino. Hay que tener presente, además, que una parte considerable de las exportaciones chinas las realizan empresas estadounidenses allí establecidas. No son razones nuevas, pero sigue pesando mucho más la terquedad de las cifras mes tras mes. En febrero, sin ir más lejos, el déficit comercial estadounidense volvió a subir, mientras que las muy observadas exportaciones a China cayeron.

Dicho esto, conviene asumir que el yuan se revalorará, antes que después. No cabe descartar que antes de que salga de imprenta este artículo, las autoridades chinas hayan dado alguna «muestra de buena voluntad» en la interlocución con la autoridades estadounidenses. En realidad, las autoridades chinas ya posibilitaron una gradual apreciación del yuan frente al dólar entre julio de 2005 y julio de 2008 del 21%, pero, a partir de entonces, en el contexto de las actuaciones defensivas frente a la crisis financiera global, lo dejaron prácticamente fijo en los 6,82 yuan por dólar actuales.

Lo razonable es que, a medida que la economía china vaya acentuando esa condición, ya más que insinuada de gran potencia económica mundial, el tipo de cambio vaya aproximándose al régimen de libre flotación en el que están los grandes astros del firmamento cambiario ::

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