



Empresa Global

Nº 98 (Julio-Agosto 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

Paula Ameijeiras, Yolanda Antón, Miguel Arregui, Sara Baliña, David Cano, Guillermo Crespo, Nazareth Estalayo, Santiago Fernández de Lis, Iván Fidalgo, Pablo Guijarro, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Matías Lamas, Álvaro Lissón, Álvaro Martín Enríquez, Emilio Ontiveros, Ayesa Ramos, Javier Santiso, 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

Luis Viceira Alguacil
Harvard Business School

José Antonio Herce San Miguel
Afi y Universidad Complutense de Madrid

Javier Santiso
Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

DIRECTOR EDITORIAL José Fraile de Valle

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

PORTADA hof12

DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN

Valle González Manzanos 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

¿Ha pasado lo peor?

Habíamos creído, quizá demasiado prematuramente, que la crisis había quedado atrás animados por las señales de recuperación que, desde el segundo semestre del año pasado, habían empezado a exhibir las principales economías industrializadas y por el más que notable dinamismo de los países emergentes con tasas de crecimiento de dos dígitos, con China e India a la cabeza. Sin embargo, y aun cuando el panorama se antoja relativamente más favorable que hace un año, existen importantes dudas sobre la solidez del proceso de recuperación.

Si hace un año fueron las políticas fiscales expansivas las principales responsables de la reactivación económica, ahora son los desequilibrios provocados por esas mismas políticas, junto con la debilidad de un crecimiento muy desigual según las economías, los principales factores de riesgo y el motivo que ha llevado a los mercados financieros a castigar con dureza a las economías más vulnerables, entre ellas España. Desde principios de año, los diferenciales de riesgo soberano de la deuda de países como Grecia, Portugal, Italia o España se han ampliado de forma muy significativa, obligando incluso a economías como la helena a recurrir al apoyo de la Unión Europea y del FMI para evitar que se materializara el riesgo de insolvencia.

Como no podía ser de otra forma, la divisa europea ha acusado esta situación, debilitándose respecto al dólar y al resto de las principales divisas mundiales. Y lo que es más importante, esta sacudida de los mercados financieros ha supuesto un serio cuestionamiento de la viabilidad misma del euro y ha puesto de manifiesto que una unión monetaria no es sostenible si no viene acompañada de una unión económica y política efectivas. La respuesta de los Estados miembros, con Alemania y Francia a la cabeza, para socorrer a Grecia ha sido una señal positiva de actuación conjunta en momentos críticos, pero no despeja por completo las dudas sobre la capacidad de la Unión Europea de llevar a cabo una integración efectiva de las políticas económicas de los Estados miembros. En cualquier caso, la penalización de la deuda pública de las economías europeas ha llevado a los Gobiernos del Viejo Continente, incluso a aquellos que habían permanecido al margen del castigo más severo de los mercados, como Alemania o Francia, a acelerar el proceso de consolidación fiscal.

Aun cuando resulten objetivamente necesarias, estas medidas de ajuste pueden resultar prematuras en un contexto como el actual, en el que la demanda sigue dando señales de extrema vulnerabilidad. Con la generalización de estas medidas, se desvanece, además, la aspiración que tenían economías como la española de sustentar su recuperación en el dinamismo europeo, cuyas perspectivas son ahora más inciertas. La decisión de EEUU de desmarcarse de este patrón, con el mantenimiento e, incluso, el reforzamiento de los estímulos a su economías, traducen la mayor flexibilidad de esta economía respecto a la europea para gestionar la crisis y su mayor capacidad para protagonizar una reactivación económica más larga y sólida. El escenario que se abre a medio plazo para la economía europea y, en particular, para la española no es, por tanto, especialmente halagüeño ::

INFORME PAÍS

Indonesia, en expansión en medio de la crisis

El ciclo económico en Indonesia ha mostrado una notable resistencia a la crisis y a las turbulencias financieras internacionales. Uno de los principales desafíos que afronta el país en los próximos años es la modernización de su estructura económica.

Pag. 4

TEMA DEL MES

Perspectivas 2010-2011: ante una recesión de balances

Tras la recuperación del crecimiento observada en la parte final de 2009 por las principales economías desarrolladas y, especialmente, por el bloque emergente, 2010 ha dado paso a ciertas dudas acerca de la sostenibilidad de la reactivación.

Pag. 10



OBSERVATORIO EXTERIOR

Las inversiones en los países emergentes

Los mercados emergentes siguen siendo apuestas firmes por parte de las multinacionales. No sólo estas economías están recibiendo más inversiones, sino que sus propias multinacionales son cada vez más protagonistas de inversiones en el exterior.

Pag. 15

ESTRATEGIA GLOBAL

Euro, dólar, renminbi

MAURO GUILLÉN

Pag. 27



Acuerdos de Zurbano: impacto en la financiación e internacionalización de las pymes

El pasado 9 de abril entraron en vigor un conjunto de medidas debatidas en los denominados «acuerdos de Zurbano», un pacto político destinado a impulsar la actividad empresarial y el empleo en nuestro país. La difícil situación de pymes y autónomos centran buena parte de los acuerdos adoptados. Favorecer el acceso al crédito, reforzar su solvencia y liquidez y fomentar su internacionalización han sido los ejes centrales de la reforma.

Pag. 19

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

Medios de pago internacionales: el crédito documentario

Entre los múltiples instrumentos de pago que se utilizan en el comercio internacional, la importancia adquirida por el crédito documentario resulta incuestionable gracias a las ventajas que ofrece para la minimización de riesgos e incertidumbres aparejados a la operativa comercial exterior.

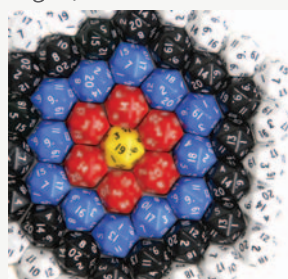
Pag. 23

FINANZAS PERSONALES

Anatomía de la corrección y oportunidades de inversión

El Ibex-35 alcanza rango objetivo: 8.900-9.200 puntos. Analizamos cómo ha sido el camino del índice hacia nuestro escenario central, qué factores han sido determinantes en el *performance* relativo de los constituyentes del índice y qué oportunidades de inversión se han abierto una vez alcanzado el rango objetivo.

Pag. 29



RIESGO DE CAMBIO

Una derivada positiva

La pérdida de valor del euro, en un contexto de falta de tracción de la demanda interna, puede tener implicaciones muy positivas sobre la demanda externa.

Pag. 33

MERCADOS FINANCIEROS

Vasos comunicantes coordinados

DAVID CANO

Pag. 38



ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

¿Qué hacer con los bancos?

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS

Pag. 41



EMERGENTES

Hungría, en el ojo del huracán

Las noticias vertidas en torno a la posible manipulación de estadísticas en Hungría introducen volatilidad en los mercados. Teniendo en cuenta la situación actual, consideramos que la volatilidad será la tónica general del comportamiento de los mercados financieros durante los próximos meses.

Pag. 36

CUADRO DE MANDO FINANCIERO

Pag. 39

EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN

Productos vegetales de calidad

Los productos vegetales Alsur son sinónimo de calidad gracias a que desde siempre ha existido un firme objetivo empresarial: sembrar, cultivar, recolectar y envasar la mayor parte de su producción en las propias instalaciones. José Jiménez Jiménez, su presidente, tiene una larga experiencia como empresario agrícola.

Pag. 42

GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

Presentismo y absentismo: dos lastres para la competitividad

Según constatan diferentes informes, la crisis está reduciendo, en la mayoría de los casos, el absentismo laboral, pero aumentando el presentismo, el fenómeno por el cual el empleado está más tiempo presente en su puesto de trabajo, pero ausente de sus funciones. Ambas cuestiones suponen costes sociales y económicos elevados y son fundamentales para incrementar la competitividad de las empresas españolas.

Pag. 44



HOMO OECONOMICUS
Mar de fondo en aguas estancadas

JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 51



EMPRESA, TECNOLOGÍA E INTERNET

Ahorrar en la factura de las TIC

La ganancia de productividad que obtenemos gracias al uso de las TIC en el entorno empresarial es tan notable que casi nunca nos paramos a pensar en las posibilidades de racionalización y reducción de costes que nos ofrece el mercado.

Pag. 46

GESTIÓN EMPRESARIAL

El modelo de franquicia como alternativa en tiempos de crisis

El contexto de contracción económica actual supone una oportunidad para todos aquellos modelos de negocio que mitigan los riesgos asumidos y minimizan la inversión. El sector de la franquicia ha demostrado ser una alternativa viable en tiempos de crisis gracias al reparto de riesgos y a la explotación de marcas ya consolidadas en el mercado.

Pag. 47

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

Recuperación del IVA de morosos

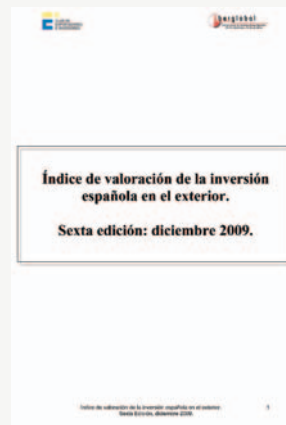
Pag. 50

AGENDA

Pag. 52

ESCAPARATE EDITORIAL

Pag. 53



PANORAMA INTERNACIONAL

Pag. 55

ESPAÑA EN CONTRASTE

Menos deuda exige más ahorro

En los últimos años de expansión, se ha ido arraigando la falsa creencia de que el sector privado en España y, en concreto, los hogares no ahorran. Con el consumo creciendo en media al 3,5% anual, la tasa de inversión rebasando la cota del 30% del PIB y la ratio de endeudamiento privado incrementándose hasta casi alcanzar los dos billones de euros, la conclusión podía haber sido ésta.

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

PASEO GLOBAL
Escenarios extremos

EMILIO ONTIVEROS

Pag. 64





Indonesia,

en expansión en medio de la crisis

El ciclo económico en Indonesia ha mostrado una notable resistencia a la crisis económica y a las turbulencias financieras internacionales. En este contexto, los principales desafíos que afronta el país en los próximos años se concentran en el afianzamiento de su posición en la esfera internacional, la mejora del funcionamiento de sus instituciones y la modernización de su estructura económica.

Matías Lamas

UN PAÍS PLAGADO DE DESAFÍOS EN EL ÁMBITO INTERNO Y EXTERNO

Situado en un archipiélago formado por más de 17.000 islas y con una población de algo más de 240 millones de habitantes, Indonesia forma parte de la unión comercial conocida por las siglas de ASEAN, cuya meta consiste en la creación, para el año 2015, de un espacio económico caracterizado por la libre circulación de bienes y servicios, trabajadores y flujos de capital. El objetivo de Indonesia se centra no sólo en formar parte de un mercado que cuenta con casi 600 millones de consumidores potenciales, sino también en mejorar su relación con sus vecinos asiáticos, aspecto este último que, desde hace décadas, se ha configurado como el auténtico talón de Aquiles de las relaciones exteriores del país.

En línea con esto se encuentra el acuerdo de cooperación en materia comercial y militar firmado en 2005 con China, que, en los últimos años, ha servido para mejorar las relaciones y profundizar los lazos comerciales entre ambos países. Adicionalmente, el reforzamiento de

la lucha contra el terrorismo islámico en la región ha fomentado el acercamiento político y la aparición de fuertes lazos en materia de seguridad y defensa con países como Australia o EEUU.

La mejora de la imagen exterior se configura, asimismo, como otro de los grandes retos del país para los próximos años. Indonesia es vista todavía por muchos como un país inestable y cercano al fanatismo religioso, propio de otras regiones de mayoría musulmana. Sin embargo, lo cierto es que Indonesia cuenta con una democracia sólida desde el fin de la dictadura de Soeharto en 1998 (el ranking de democracias elaborado por Economist Intelligence Unit sitúa a Indonesia en el lugar sexagésimo noveno entre 167 países), asentada sobre la base de una sociedad perteneciente a una corriente moderada y pacífica del Islam. La creciente participación de Indonesia en las organizaciones multilaterales (es miembro no permanente del Consejo de Seguridad de la ONU y participante habitual de las reuniones del G-20) constituye una oportunidad excepcional

NOMBRE OFICIAL:
Indonesia.



SUPERFICIE: 1.919.440 km².

CAPITAL: Yakarta.

OTRAS CIUDADES: Surabaya, Bandung, Medan, Palembang y Semarang.

SITUACIÓN GEOGRÁFICA: Indonesia está situada en el sudeste asiático; el archipiélago limita al norte con Malasia y al este con Papúa Nueva Guinea. Está bañada por los océanos Índico y Pacífico.

CLIMA: el clima es tropical (cálido y húmedo) en general y más moderado en el norte.

DIVISIONES ADMINISTRATIVAS: está formado por 30 provincias, 2 regiones especiales (Aceh y Yogyakarta) y 1 capital de distrito (Yakarta Raya).

ESPERANZA DE VIDA: 70,16 años.

IDIOMAS: bahasa indonesia o indonesio es la lengua oficial (modificación del malayo). Además se habla inglés, holandés y unos 250 dialectos.

MONEDA: rupia indonesia.

SISTEMA POLÍTICO: república presidencialista.

Fuente: World Factbook.

para erradicar la visión negativa que gran parte de la comunidad internacional mantiene acerca del contexto sociopolítico indonesio.

Indonesia forma parte de la unión comercial conocida como ASEAN, que cuenta con cerca de 600 millones de consumidores potenciales

En el ámbito interno, el Gobierno afronta desafíos de gran magnitud. El presidente Yudhoyono, líder de la gran coalición que controla el 75% del Parlamento desde su llegada al poder en 2004, ha focalizado su mandato hacia la aprobación de importantes reformas para mejorar el funcionamiento de las instituciones del país y modernizar su democracia. El objetivo es erradicar algunas de las viejas lacras que han empañado la calidad de la democracia indonesia en los últimos tiempos, tales como la corrupción y el tráfico de influencias en el seno de las Administraciones públicas, el despilfarrero, la práctica del soborno en la judicatura o la falta de libertad de expresión que denuncian buena parte de los medios de comunicación.

Las reformas de carácter económico se erigen, asimismo, como un importante factor de desarrollo para un país que carece de una red de infraestructuras adecuada y que cuenta con una economía poco fle-



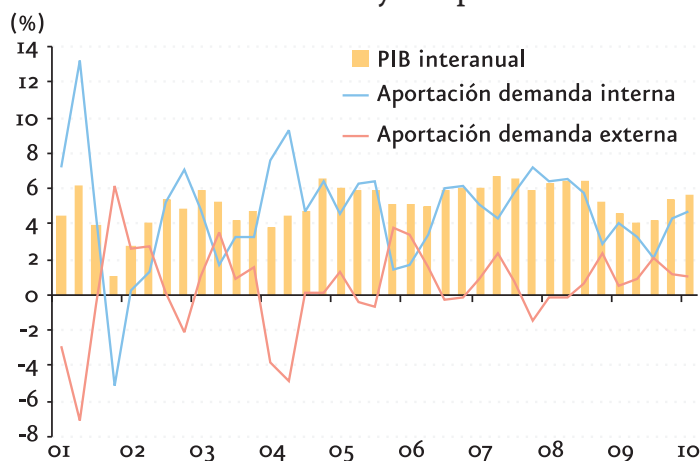
xible. En los años posteriores a la crisis asiática de 1997-1998, período que coincidió con una retirada masiva de capitales de la economía, la inversión en infraestructuras se paralizó, en un entorno marcado por la inseguridad jurídica y la inestabilidad política, contraproducente para la financiación de proyectos de lento retorno, como son la construcción de carreteras o ferrocarriles. Con el fin de paliar el déficit de infraestructuras y promover el desarrollo y el crecimiento económico del país, el presidente Yudhoyono ha proyectado ambiciosos programas de obras públicas para los próximos años. Pero teniendo en cuenta el escaso margen de maniobra del Gobierno, con unas necesidades de financiación que alcanzaron el 1,6% del PIB en 2009 y

que podrían superar el 2% en 2010, la implantación de estos programas podría requerir de una creciente participación del capital privado. Dicha colaboración resultará difícil de prestar dada la falta de liquidez en los mercados financieros internacionales y la presencia de un clima de negocios que frecuentemente ha sido calificado como hostil (de hecho, Indonesia se encuentra en el puesto centésimo vigésimo segundo del ranking *Doing Business*, de un total de 183 economías).

Las reformas económicas se erigen como un importante factor de desarrollo para una economía poco flexible y carente de infraestructuras adecuadas

Del buen éxito de las reformas del Gobierno dependerá el desarrollo social y económico del país en los próximos años y la mejora de las condiciones de vida de los ciudadanos indonesios. En este punto, conviene recordar que Indonesia se sitúa bastante por debajo de la media entre los países emergentes en cuanto a indicadores de desarrollo se refiere (esperanza de vida al nacer, asistencia sanitaria, sistemas de saneamiento público, etc.). La pobreza y la reducción de las desigualdades se erigen como uno de los mayores retos de la clase política, sobre todo teniendo en cuenta que uno de cada siete indonesios se encuentra por debajo del umbral de

PIB en Indonesia y composición



Fuente: Afi, Ecowin.

15 PRIMEROS CAPÍTULOOS EXPORTADOS A INDONESIA DESDE ESPAÑA EN 2009

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
88	Aeronaves; vehículos espaciales	38.201	19,25
85	Aparatos y material eléctricos	23.910	12,05
84	Máquinas y aparatos mecánicos	17.413	8,77
32	Tanino; materias colorantes; pintura	9.802	4,94
29	Productos químicos orgánicos	9.616	4,85
62	Materias plásticas; sus manufacturas	8.674	4,37
73	Manufacturas de fundición, hierro/acero	7.174	3,61
48	Papel, cartón; sus manufacturas	7.020	3,54
39	Materias plásticas; sus manufacturas	6.749	3,40
87	Vehículos automóviles; tractores	6.441	3,25
76	Aluminio y sus manufacturas	6.288	3,17
33	Aceites esenciales; perfumería	6.138	2,94
99	Conjunto de otros productos	5.839	2,78
61	Prendas de vestir, de punto	5.509	2,64
31	Abonos	5.242	2,64
	Subtotal	164.014	82,64
	Total productos exportados a Indonesia	198.469	100,00

15 PRIMEROS CAPÍTULOOS IMPORTADOS POR ESPAÑA DE INDONESIA EN 2009

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
26	Minerales, escorias y cenizas	589.457	33,90
27	Combustibles, aceites minerales	250.490	14,41
15	Grasas, aceite animal o vegetal	206.345	11,87
85	Aparatos y material eléctricos	86.946	5,00
64	Calzado; sus partes	79.505	4,57
38	Otros productos químicos	62.663	3,60
62	Prendas de vestir, no de punto	59.172	3,40
61	Prendas de vestir, de punto	50.334	2,89
40	Caucho y sus manufacturas	47.155	2,71
94	Muebles, sillas, lámparas	34.773	2,00
29	Productos químicos orgánicos	23.532	1,35
48	Papel, cartón; sus manufacturas	22.794	1,31
55	Fibras sintéticas	21.065	1,21
80	Estaño y sus manufacturas	19.367	1,11
20	Conservas verdura o fruta; zumo	18.022	1,04
	Subtotal	1.571.619	90,39
	Total productos importados de Indonesia	1.738.701	100,00

Fuente: Estacom y elaboración propia.

la pobreza, mientras que una gran mayoría supera ese límite por un margen notablemente estrecho.

TRANSFORMACIÓN DE LA ESTRUCTURA ECONÓMICA DEL PAÍS EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

De forma similar a lo que ha ocurrido con otras economías del sudeste asiático, las últimas décadas en Indonesia se han caracterizado por una profunda transformación, en la que la agricultura ha pasado a desempeñar un papel secundario en la estructura económica del país, después de representar en torno al 50% del valor añadido bruto hasta finales de la década de los setenta.

El relevo lo han tomado la industria y los servicios, que representan en la actualidad algo más del 85% del PIB. En este período de grandes cambios en la economía, el sector minero ha tenido un papel fundamental como motor de desarrollo de los distintos núcleos de actividad económica en el país.

En este sentido, Indonesia se configura como uno de los mayores exportadores mundiales de carbón, cobre o estaño. La riqueza natural de Indonesia se extiende, además, hacia una amplia variedad de recursos, a los que sumar el petróleo, gas y hierro, lo que ha servido de base para la consolidación de un tejido

industrial considerablemente profundo, especialmente en lo que se refiere a las industrias pesadas (entre las que destacan las del hierro y el acero). El desarrollo del sector industrial encuentra, sin embargo, dos obstáculos diferenciados. Por un lado, la creciente competencia procedente de las importaciones de China e India; por otro, un clima de negocios hostil, en el que se reproducen las disputas laborales y los problemas de seguridad y donde es frecuente la malversación de fondos y la inseguridad jurídica.

La economía pasa actualmente por un período de fuerte expansión a pesar del contexto de crisis global

A pesar de ello, la economía vive en la actualidad un momento de expansión sin precedentes, lo que resulta meritorio teniendo en cuenta el contexto de crisis económica y financiera en el que se hallan inmersas la mayor parte de economías desarrolladas. El PIB indonesio creció por encima del 4% en 2009, apoyado en la fortaleza de la demanda interna, que ha mostrado una notable resistencia en un entorno caracterizado por el incremento del desempleo y la ralentización de la actividad económica. Las partidas de inversión, más sensibles al ciclo económico, moderaron sus tasas de crecimiento, aunque, desde la segunda mitad de 2009, se observa una fuerte reactivación de la formación bruta de capital, lo que responde a las perspectivas de fuerte recuperación de la economía y a la pujanza del sector de la construcción, sobre todo en lo que se refiere a proyectos de infraestructuras.

Sin amenazas desde el lado de la actividad, el principal factor de riesgo para la economía en el ámbito interno parece encontrarse en el control de la inflación. En los últimos años, la evolución del indicador de precios al consumo indonesio ha estado marcada por una intensa vo-

«RATING» RIESGO-PAÍS

EUROMONEY

	mar-10	sep-09	Var. (1)
Indonesia	49,74	52,33	-2,59
España	76,48	81,74	5,26
Norway (máx.)	94,05	98,14	4,09
Zimbabwe (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: Zimbabwe (5,49)

«RATING» DEUDA SOBERANA

MOODY'S

JUNIO 2010

	Largo plazo	Corto plazo
Indonesia	Baa2	NP
España	Aaa	P-1

S. & P.

JUNIO 2010

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

NOTAS:

Ins. Investor/Euromoney

Cada país se valora en una escala de 0 a 100, presentando 100 aquellos con la menor posibilidad de impago

Moody's De menor a mayor riesgo

L.P.: Aaa, Aa (1,2,3), A (1,2,3), Baa (1,2,3), Ba (1,2,3), B (1,2,3), Caa, Ca.

C.P.: P-1, P-2, P-3, Not Prime.

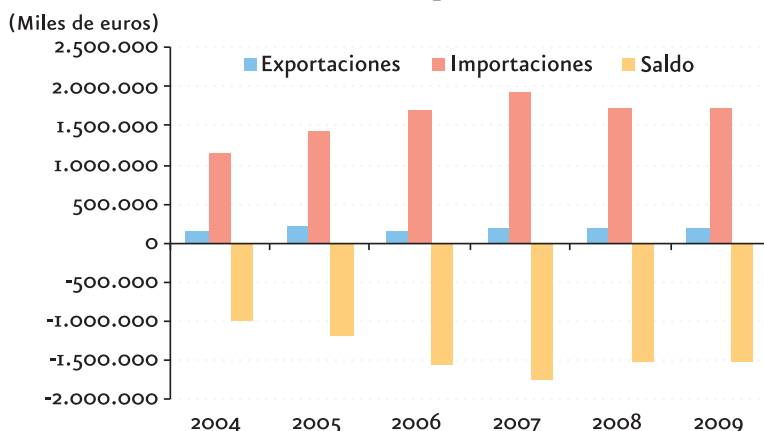
S.&P. De menor a mayor riesgo

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

latitud, lo que resulta lógico teniendo en cuenta el elevado peso que suponen en el IPC los alimentos y la energía. En 2008, la inflación superó los dos dígitos, influida precisamente por estos componentes. Desde entonces, la caída en los precios de las materias primas y la contracción económica global han moderado la inflación, si bien la evolución del indicador de precios continúa condicionada por el comportamiento de sus elementos más volátiles.

Así, y como advertía el último informe de política monetaria del Banco Central de Indonesia corres-

Balanza comercial hispano - indonesia



Fuente: Estacom y elaboración propia.

pondiente al mes de junio, la producción de cereales y otros productos agrarios se ha resentido en los últimos meses como consecuencia de la falta de lluvias, lo que ha propiciado un incremento de las presiones inflacionistas, especialmente visible en los registros de inflación de abril y mayo: la tasa general repuntó por encima del 4% en este último mes, mientras que los precios de los alimentos experimentaron incrementos cercanos al 7% en tasa interanual. Bajo este escenario, la autoridad monetaria podría comenzar próximamente a tensionar su política monetaria (los tipos de interés oficiales se mantienen en el

6,5% desde agosto de 2009), especialmente a medida que las presiones inflacionistas se intensifiquen y se consolide la recuperación económica.

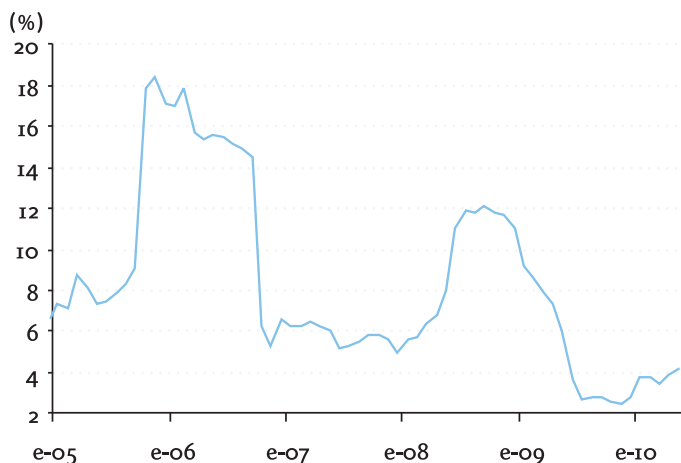
En todo caso, lo que parece claro es que, en los próximos años, Indonesia continuará creciendo a un ritmo fuerte, aprovechando la favorable coyuntura económica de los países del este asiático y la recuperación de la economía global. En este sentido, las previsiones del FMI apuntan a un crecimiento del PIB del orden del 6% anual en 2010, que podría elevarse hasta tasas cercanas al 7% anual en 2014 y 2015.

SITUACIÓN DEL SECTOR EXTERIOR Y RELACIONES COMERCIALES ENTRE ESPAÑA E INDONESIA

Hasta mediados de la década de los ochenta, el régimen comercial de Indonesia estaba muy poco liberalizado y funcionaba mediante un sistema de licencias de importación. Desde 1986, sin embargo, las barreras comerciales se han reducido de forma considerable, especialmente entre Indonesia y los demás miembros de la unión comercial ASEAN. A pesar de ello, el sector exterior indonesio continúa sujeto a un amplio espectro de restricciones, tanto de naturaleza arancelaria (el arancel medio en Indonesia se sitúa en un rango entre el 0 y el 20%, aunque para determinadas



Inflación en Indonesia



Fuente: Afi, Ecowin.

categorías de productos el gravamen puede elevarse sustancialmente) como no arancelaria.

La lucha contra la corrupción y la eficiencia de las Administraciones públicas resultará clave en la mejora del clima de negocios del país

Con este precedente, se entiende el bajo volumen de flujos comerciales entre España e Indonesia. Aeronaves, aparatos y material eléctrico, máquinas y aparatos mecánicos son los principales capítulos exportados por España. Entre los capítulos importados por la economía española, destacan, sobre todo, las materias primas, lo que resulta lógico teniendo en cuenta la estructura exportadora de Indonesia. Las partidas de minerales, combustibles y aceites minerales y vegetales concentran algo más de la mitad de las exportaciones de Indonesia a España.

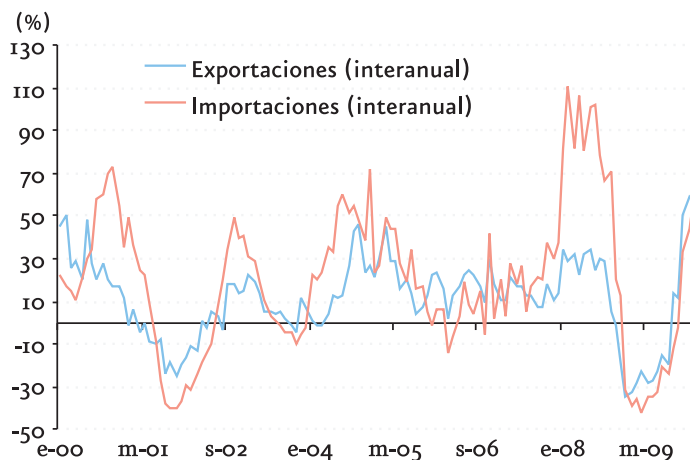
En lo que respecta a la inversión española en Indonesia, ésta apenas alcanzaba los dos millones de euros a finales de 2009, mientras que, a lo largo de los últimos años, la inversión media anual apenas ha superado los 3,5 millones de euros (concentrados básicamente en la industria química del país). La baja participación del capital español en el sector privado indonesio encuen-

tra su justificación en dos factores fundamentalmente. El primero de ellos se refiere a la corrupción y la ineficiencia de la burocracia indonesia, a la que ya se hizo referencia anteriormente. El segundo elemento toma en consideración la existencia de un sistema legal manifiestamente restrictivo con el capital extranjero. Conviene recordar que, durante la crisis de 1997-1998, las economías asiáticas padecieron los efectos de una retirada masiva de capitales por parte de los inversores extranjeros. Sólo en Indonesia, unas entradas netas de capital de 11.500 millones de dólares en 1996 se convirtieron en 1998 en salidas netas por valor de 13.800 mi-

llones de dólares. El endurecimiento de los requisitos a las entradas de capital extranjero se ha erigido desde entonces como nota característica de la legislación sobre los flujos transfronterizos de capital. Ahora bien, las fuertes necesidades de inversión en Indonesia en un contexto de fuerte crecimiento económico han llevado al presidente Yudhoyono a iniciar una serie de reformas para facilitar la entrada de capitales extranjeros en la economía.

Con esto se abre un amplio abanico de oportunidades de negocio para las empresas españolas. A nivel de infraestructuras, existen un buen número de sectores de potencial interés. Si el desarrollo de las PPP (*public-private partnership*) adquiere un cierto impulso en años próximos, sectores como los de carreteras, suministro de aguas, energía, telecomunicaciones y transportes podrían resultar muy atractivos para el inversor. Otros sectores de particular interés son los relacionados con la explotación de recursos naturales, además de todos aquellos relacionados con la expansión económica y demográfica del país. En este sentido, la industria del motor, telecomunicaciones, electrónica, farmacéutica o la del papel se configuran como las áreas de mayor oportunidad para nuestras empresas ::

Flujos comerciales en Indonesia



Fuente: Afi, Ecowin.

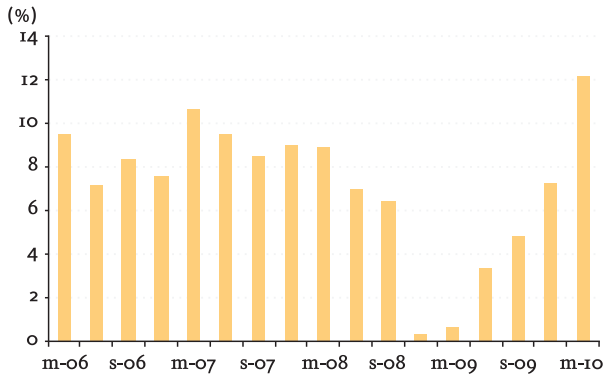
Perspectivas 2010-2011: ante una recesión de balances

Tras la recuperación del crecimiento observada en la parte final de 2009 por las principales economías desarrolladas y, especialmente, por el bloque emergente, 2010 ha dado paso a ciertas dudas acerca de la sostenibilidad de la reactivación. La dependencia de los estímulos públicos, en ausencia de mejora en la iniciativa privada en economías como Francia, Alemania o, incluso, EEUU, es clara y muestra las dificultades para consolidar la recuperación económica en los próximos trimestres. Un contexto de reducido crecimiento y reducida presión de la demanda interna que devendrá en ausencia de tensiones en precios, permitiendo a los bancos centrales mantener los tipos de interés en niveles reducidos durante un período prolongado de tiempo. No obstante, la retirada de las medidas de liquidez puestas en marcha en octubre de 2008 está en marcha y marcará el comportamiento no sólo de las economías, sino también de los mercados financieros.

Departamento de Análisis de Afi



PIB de las economías BRIC* (tasa trimestral anualizada)



*BRIC: Brasil, Rusia, India y China.
Fuente: Ecowin.

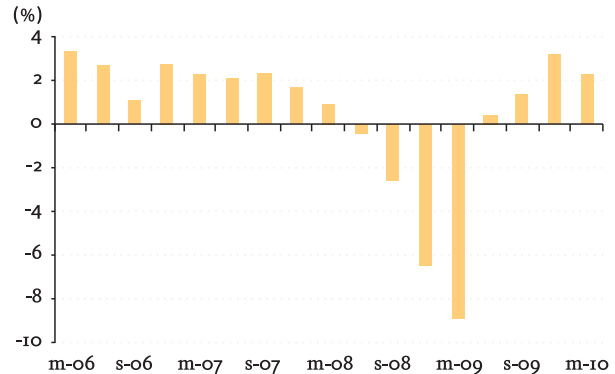
ENTORNO GLOBAL

Abandonada la senda de máximo ajuste observada en el primer semestre de 2009, la economía mundial ha empezado a ganar tracción aupada por el proceso de reconstrucción de inventarios y los programas de estímulo fiscal implantados en las principales economías desarrolladas y que han tenido en el ciclo industrial su principal manifestación. Los efectos de arrastre generados por la vuelta a tasas de crecimiento próximas a los dos dígitos en las economías emergentes del sudeste asiático y el buen comportamiento relativo de los principales países latinoamericanos, con Brasil a la cabeza, sobre el comercio mundial también han desempeñado un papel clave.

Las exigencias de ajuste fiscal establecidas por el mercado pueden resultar prematuras en un contexto de ausencia de señales sólidas de reactivación de la demanda

Sin embargo, y aun cuando el panorama es hoy menos negativo que hace seis meses, las perspectivas de recuperación continúan estableciendo elementos de riesgo que amenazan con dotar de mucha volatilidad el ciclo de crecimiento y limitar la capacidad de generación de empleo, fundamentalmente en el caso del área euro. Y es que si, en 2009, la articulación de políticas fiscales expansivas se configuró como tabla de salvación a un cuadro de demandas internas anémicas, en este momento, las exigencias de consolidación fiscal instauradas por el mercado establecen un esquema de apoyos públicos bien diferente. La fuerte penalización a la deuda pública de las economías europeas, con una posición de sus finanzas públicas más comprometida y un perfil de recuperación más tenue, ha derivado en la aceleración de medidas de consolidación fiscal, que, si

PIB del G-4* (tasa trimestral anualizada)



*G-4: EEUU, Reino Unido, Japón y área euro.
Fuente: Ecowin.

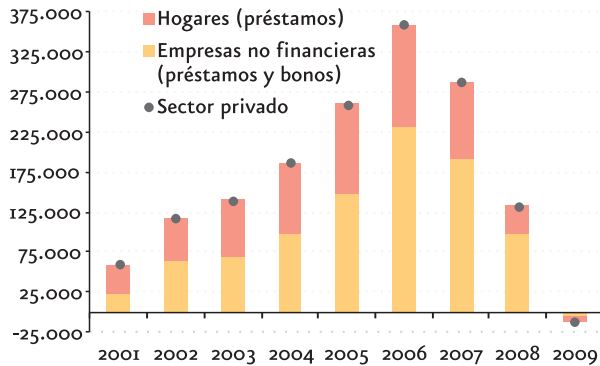
bien son necesarias, pueden resultar prematuras en un contexto de ausencia de señales sólidas de reactivación de la demanda.

El hecho de que Alemania y Francia se hayan sumado a esta tendencia, con planes de ajuste del gasto agresivos a tenor del elevado componente cíclico que caracteriza sus déficit públicos, agrava más si cabe las expectativas de crecimiento del área euro en un conjunto. Estados Unidos ha optado por distanciarse de este patrón, al no pronunciarse sobre el adelanto de medidas de consolidación fiscal e, incluso, mantener en agenda la posibilidad de continuar estimulando la economía con un programa adicional de gasto.

Y es que el posicionamiento del mercado dista mucho en uno y otro caso. Si bien es cierto que los focos de riesgo que lleva arrastrando Estados Unidos desde el inicio de la crisis están lejos de resolverse (sin ayudas a la compra la demanda de vivienda sigue sin reactivarse y los índices de concesión de hipotecas han vuelto a zona de mínimos), la percepción de mayor flexibilidad a la hora de abordar su gestión en relación con el área euro, donde la última oleada de riesgo soberano ha puesto en duda incluso su viabilidad a medio plazo, está ganando importancia relativa a la hora de asignar mayor probabilidad a un escenario de recuperación más pronta y acelerada.

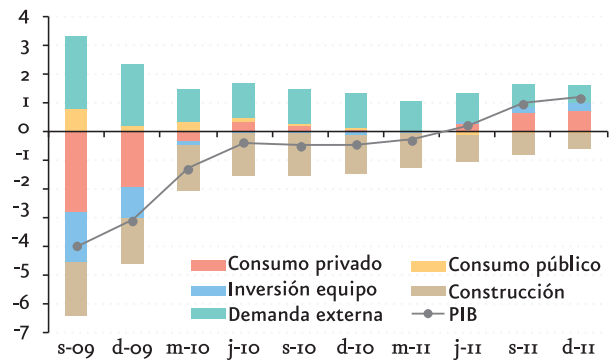
En este contexto, la política monetaria vuelve a configurarse como recurso de última instancia, constatado el menor margen de maniobra de los Gobiernos: la Reserva Federal manteniendo la estrategia de los últimos meses y el BCE dando marcha atrás en decisiones tomadas ante el imperativo del mercado. Lo más reciente: la prórroga del *full allotment* en las subastas a tres meses que tendrán lugar durante el tercer trimestre del año y el inicio del programa de compra de deuda pública en mercado secundario. En definitiva, persistencia de la

Variación del endeudamiento del sector privado en España (millones de euros)



Fuente: Afi a partir de Banco de España.

Previsiones Afi de crecimiento 2010-2011 (%)



Fuente: Afi a partir de INE.

inyección de liquidez al sistema, una liquidez que continúa embalsada en el sector bancario y que está dificultando enormemente la capacidad de financiación de hogares y empresas.

ECONOMÍA ESPAÑOLA

El panorama nacional difiere en aspectos relevantes del presentado a finales de 2009, aunque manejemos un escenario de recuperación económica muy similar al de entonces y caracterizado por un 2010 de todavía caída del PIB y crecimiento inferior al 1% para 2011.

La composición del PIB del primer trimestre de 2010 y los indicadores más recientes de actividad y empleo han confirmado la superación de la fase de máximo ajuste de la demanda nacional, con algunas señales positivas ligadas al segundo avance trimestral consecutivo del consumo de las familias y al buen comportamiento de las exportaciones de bienes (en ambos casos, el impacto de los estímulos públicos ha sido relevante), pero también con algunos focos de preocupación e incertidumbre: la estabilización en mínimos de la actividad residencial, la recaída de la inversión em-

presarial en bienes de equipo y el giro de la inversión del sector público, en línea con el fuerte ajuste observado en las cifras de licitación oficial en los primeros meses de 2010.

La aceleración de las medidas de ajuste fiscal hace peligrar la capacidad de recuperación de la actividad privada, todavía en fase «anémica»

Con la dinámica de recuperación de la actividad privada todavía en fase anémica, la economía española se enfrenta a dos focos de riesgo, que no sólo limitarán la velocidad de salida de la crisis, sino que, además, hacen que gane probabilidad un escenario de recaída del PIB en el segundo semestre de 2010. El primero de ellos es conocido, pero no por ello menos relevante, especialmente en un contexto como el actual, de mayores dificultades de financiación en los mercados mayoristas, con motivo de la última oleada de riesgo soberano: la persistencia de la restricción crediticia. Representativo de ello es que, pese a los elevados volúmenes de liquidez

inyectados en el sistema por el BCE desde que la crisis de crédito distorsionara el funcionamiento del mercado interbancario, el crédito al sector privado en España ha caído en casi 20.000 millones de euros en 2009 y lleva visos de acentuar la cesión en este ejercicio (sólo en el primer trimestre, el saldo de crédito ha caído en 8.500 millones y la previsión de Afi apunta a una caída próxima a los 85.000 millones).

El segundo foco de riesgo responde a la necesidad de reconducir la posición de las cuentas públicas a cierre de 2009 y a las exigencias impuestas desde Europa con motivo de la aprobación a principios de mayo de un fondo de estabilización para el conjunto del área euro y cuyo objetivo es ofrecer «apoyo» a aquellos soberanos con imposibilidad de obtener financiación a mercado. Nos referimos a la aceleración de medidas de ajuste fiscal -vía reducción de gasto público- previstas para el horizonte 2010-2013, pero ahora implementadas, en su mayoría, en 2010 y 2011. Con el programa de ajuste anunciado, el Gobierno prevé una reducción de gasto acumulada a 2011 de 15.000 millones de euros, lo que posibilitaría situar el déficit públi-

co en el 6% del PIB a cierre de este año, casi la mitad del registro de 2009.

Pero, sin duda, el gran riesgo es que la contención de gasto por parte del sector público revierta negativamente sobre las cifras de crecimiento. El hecho de que el ajuste descansa en la inversión pública y en medidas de apoyo a la renta de los hogares va a limitar el margen de avance del consumo de las familias y del resto de partidas de inversión. Preveemos una corrección acumulada de la inversión pública en 2010 y 2011 próxima al 30% y un crecimiento del consumo privado casi nulo en este ejercicio y del orden del 0,7% en el próximo. La renta de los hogares es previsible que corrija parte del incremento experimentado en 2009, pese a la pérdida de casi un millón de ocupados y a las primeras señales de contención en salarios. El soporte ejercido por las partidas de transferencias y prestaciones y las deducciones impositi-

vas explican que la renta disponible haya alcanzado máximos del último ciclo con el mercado laboral en fase de máximo ajuste.

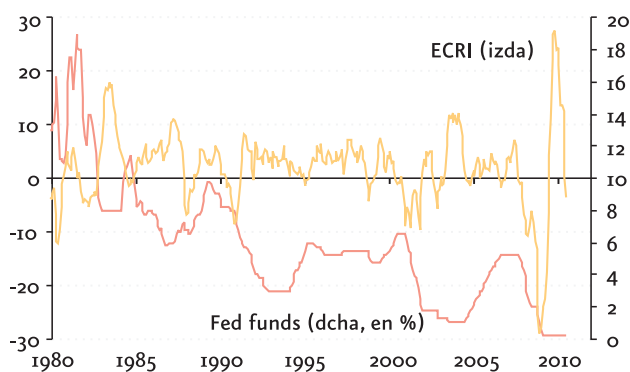
La «gran moderación» ha quedado atrás: la volatilidad al alza que planteamos para el ciclo económico y empresarial exige un recalibrado de primas de riesgo en variables financieras

Teniendo en cuenta el escenario de ocupación manejado (recuperación con «altibajos», pero insuficiente para reducir de forma significativa la tasa de paro y saldar 2010 con creación neta de empleo), las reducciones en salarios (las correcciones en salarios públicos es previsible que tenga efectos de arrastre sobre el conjunto de remuneración de asalariados) y los máximos en prestaciones/transferencias observados en 2009, lo previsible es (i) reducción de la renta disponible, (ii) ligera mejora del consumo y (iii), por diferencia, moderación de la tasa de ahorro de los hogares -desde casi el 19% de 2009-, que, en todo caso, se mantendrá muy por encima de la media de la última década (el proceso de desapalancamiento en curso exige de mayores niveles de ahorro).

El patrón de comportamiento descrito para la economía española nos pone en la antesala de lo que se conoce como «recesión de balances»: baja predisposición del sector bancario a conceder crédito a la economía real (en un contexto de tasas de mora al alza) y baja predisposición del sector privado -hogares y empresas- a tomarlo



Tipo de referencia de la Reserva Federal (%) y del índice adelantado de actividad económica del ECRI



Fuente: Afi, Reserva Federal, Economic Cycle Research Institute (ECRI).

MERCADOS FINANCIEROS: SITUACIÓN, RECOMENDACIONES Y RIESGOS

Deuda pública

- Situación: aparece el riesgo de crédito y el escenario de ruptura del área euro.
- Nuestro escenario: prima de riesgo fiscal sin cambios (alta) y moderación en riesgo sistema (escenario salida euro). Atractiva la compra de deuda española.
- Riesgo: descoordinación política.

Renta variable

- Situación: recuperación de la volatilidad y ajuste en valoraciones al nuevo entorno fiscal y cíclico.
- Nuestro escenario: Ibex-35 en *fair value* (8.900), primer punto de compra; el Afi RV mundial cotiza un 12% por encima de objetivo.
- Riesgo: nuevas señales de estrés en el mercado de crédito; fuerte recaída de cuadros macro.

Divisas

- Situación: moderación gradual de la presión en el mercado soberano de euros y debilidad en crecimiento de Europa a medio plazo.
- Nuestro escenario: movimiento más ordenado de apreciación del dólar hacia niveles de 1,15 en diciembre de 2010.
- Riesgo: mayor percepción de ruptura del área euro.

Fuente: Afi.



prestado. Todo ello con un agravante que, de consolidarse, la diferenciaría de las vividas por otras economías en el pasado: la imposibilidad del sector público para contrarrestar la debilidad de la actividad privada, como lo hizo en 2009.

MERCADOS FINANCIEROS

El marco económico-financiero actual, que observamos en clave de «recesión de balance», exige, en nuestra opinión, una serie de ajustes en las primas de riesgo de los diferentes activos financieros: desde la deuda pública hasta la renta variable, pasando por el mercado de divisas y la renta fija privada. Por lo tanto, consideramos clave fijar el marco de análisis que se nos presenta a medio plazo y las implicaciones sobre las variables financieras.

Empecemos por definir «recesión de balance». Es un tipo de recesión que se produce con la combinación de una economía excesivamente endeudada (apalancada) y una caída en el precio de los activos. El resultado es un desajuste en los balances, de las econo-

mías y del sector privado, con un nivel de pasivo superior al de activo. Dicho desajuste encuentra en la política monetaria y política fiscal dos puntos de apoyo para facilitar el necesario desapalancamiento y soporte a la actividad económica.

Los escenarios que se abren para los próximos cinco años poco o nada tienen que ver con los de las dos últimas décadas

Respecto a la política monetaria, los bancos centrales han respondido con recortes en los tipos de intervención, situándolos en el grueso de economías desarrolladas en el rango del 0-1%. Dada la intensidad de la recesión de balance, la gestión de la política monetaria no se ha limitado a la reducción de tipos de interés; ha sido necesaria una política monetaria de cantidades, que diera soporte a la base monetaria. En clave de política fiscal, una recesión de balance se convierte en una de las pocas fuentes de crecimiento de los cuadros macroeconómicos, toda vez que (i) los canales de transmisión de crédito tienden a la «disfuncionalidad»,

(ii) las familias incrementan la tasa de ahorro mientras reparan su situación de balance y (iii) las empresas gestionan el exceso de capacidad que desencadena la combinación de los dos puntos anteriores.

En este marco, los escenarios que se abren para los próximos cinco años poco o nada tienen que ver con los de las dos últimas décadas, años en los que se extendió el término «gran moderación». La caída en la volatilidad de los ciclos económicos, junto con la ausencia de presiones inflacionistas, están detrás de la gran moderación de los últimos 30 años. En adelante, sin margen de actuación para estimular demanda vía tipos de interés, y con el mercado laboral muy lejos de la recuperación, consideramos que las probabilidades de sufrir altibajos en el ciclo económico -un ciclo económico, y de beneficios empresariales, más volátil y vulnerable, que afectará al precio relativo de las variables financieras tal y como resumimos en el recuadro «Mercados financieros: situación, recomendaciones y riesgos»- son ahora mucho más elevadas que en el pasado reciente ::

Las inversiones en los países emergentes



Los mercados emergentes siguen siendo apuestas firmes por parte de las multinacionales. No sólo estas economías están recibiendo más inversiones, sino que sus propias multinacionales son cada vez más protagonistas de inversiones en el exterior. En esta doble dinámica de recepción y emisión de inversiones extranjeras directas, América Latina es una apuesta ganadora y, en particular, las multinacionales brasileñas que estamos viendo irrumpir en todos los continentes, Europa, América del Norte y del Sur, pero también Asia, Oriente Medio y África. Hace apenas tres décadas, el cien por cien de las inversiones extranjeras en el exterior era exclusivamente el hecho de las multinacionales de los países OCDE. Ahora ya no es así: esta cuota está bajando mientras sube la de los emergentes -China, India, Rusia, Brasil, pero también México, Singapur o África del sur-, siendo protagonistas cada vez más importantes.

Javier Santiso¹

¹ Profesor de Economía, ESADE Business School.

Los países emergentes salieron mejor parados de las crisis que sus pares de la OCDE. En todo caso, así lo piensan los empresarios de las grandes multinacionales encuestadas por la consultora AT Kearney, publicadas en su último informe 2010 Foreign Direct Investment (FDI) Confidence Index: nada menos que tres países emergentes -China, India y Brasil- figuran entre las cinco principales economías mundiales en las que estas multinacionales esperan destinar sus inversiones. Es más: la actual crisis, que sigue desarrollándose en los países OCDE, como lo muestra el reciente episodio griego, podría ser un aliado para seguir invirtiendo y apoyando a los emergentes, donde se concentrará el grueso del crecimiento mundial en la próxima década, mientras que los países más desarrollados verán, al contrario, sus crecimientos potenciales lastrados por las cargas de la deuda y los pendientes ajustes fiscales.

En los mencionados índices, China, como el año anterior, se coloca en primer lugar, por delante de Estados Unidos y Brasil, que se alza como el cuarto destino favorito por delante de Alemania. Otro país latinoamericano, México, experimenta un salto espectacular, pasando del puesto décimo noveno al octavo entre 2009 y 2010. Dos tercios de los destinos favoritos de los inversores directos para los próximos años son ahora economías emergentes. Algu-

nos de estos países, como Indonesia, por ejemplo, ni siquiera aparecían en el radar de los 20 principales destinos de inversiones antes de la crisis, en 2007.

En su último informe, la CEPAL señala que 2010 será un año de recuperación en el que se verá a la región retomar los niveles de IED alcanzados en 2007

En América Latina siguen destacando Brasil y México como principales destinos. Brasil se permitió el lujo, incluso, de ver la inversión extranjera directa (IED) aumentar en el país el año de la crisis global con más de 45.000 millones de dólares de entrada, todo un récord. En 2009, según la UNCTAD, el descenso ha sido importante, con flujos de entrada que alcanzaron apenas los 23.000 millones de dólares. Sin embargo, se prevé que éstos repunten de nuevo en 2010 y los siguientes años, ya que multinacionales como Wal Mart o Coca-Cola, por ejemplo, están planeando incrementar sus inversiones de cara a la copa del mundo de 2014 y a los juegos olímpicos de 2016. Con estos eventos mundiales en el punto de mira, Brasil se convertirá, sin duda, en uno de los destinos favoritos de inversiones también en sectores como la construcción, el turismo, las infraestructuras y los servicios en general.

Por su parte, México, que experimentó en 2009 una fuerte recesión, una de las peores desde los

años treinta del siglo pasado, también presenta un panorama más alentador de cara al futuro. En 2009, la IDE se contrajo fuertemente: 13.000 millones de dólares después de los casi 22.000 millones recibidos en 2008. Las inversiones están, sin embargo, repuntando conforme se orienta de nuevo hacia mayor crecimiento el país, con entradas de jugadores nuevos como La Caixa, que compró por 2,2 millones de dólares un 20% del grupo financiero Inbursa, o la francesa AXA, que compró ING Seguros por 1,5 millones de dólares.

Sin duda, la crisis mundial de los años 2008-2010 afectó a la región y las corrientes de IED se resintieron, cayendo un 42% en 2009, a 77.000 millones en total, desde, eso sí, un récord histórico logrado en 2008, con casi 132.000 millones de IED. Pero, como señala la CEPAL en su último informe sobre IED, 2010 será un año de recuperación en el que se verá a la región retomar los niveles de IED alcanzados en 2007, con ingresos superiores a los 100.000 millones de dólares. Es también posible que la crisis griega de 2010, y sus reverberaciones en los países OCDE, estimule más inversiones europeas en América Latina, como la que estudia realizar la portuguesa Portucel por hasta 3.000 millones de dólares en Uruguay.

Lo más llamativo de todas estas tendencias es que estamos presenciando cambios significativos de los flujos de IED a escala más global: En 2009, casi la mitad de la IED mundial (46%) se concentró en los países emergentes, cuando, hace 20 años, apenas recibían el 15% del total mundial. Es muy probable que esta historia se repita incluso en 2010 y 2011 si uno se fía no sólo de los resultados de las encuestas mencionadas al inicio, sino también del mero hecho de que el grueso del crecimiento mundial en los próximos años estará en las economías emergentes y no en los mercados OCDE. De hecho, las inversiones en países



estrella, como Brasil, siguen, tal y como lo muestran las inversiones de la británica Apax Partners con la compra de Tivit por casi 1.000 millones de dólares. En ambos casos, estamos hablando de operaciones amplias en los sectores tecnológicos y, además, por parte de empresas que, hasta la fecha, no habían realizado inversiones en Brasil. En mayo de 2010, la propia Telefónica incluso apostó todavía más por Brasil, haciendo una oferta por un importe de 6,5 millones de euros para hacerse con el control de Vivo, también participada por Portugal Telecom.

En 2009, Chile se convirtió, por primera vez, en el principal inversionista latinoamericano, con una inversión en el exterior de 8.000 millones de dólares

Otra tendencia que llama la atención, y que la crisis, lejos de inhibir, está acelerando, es la emergencia de nuevos inversores. Los grupos procedentes de los países emergentes fueron así el origen de casi el 20% en 2008 y 2009 del total de la IED mundial, contra apenas un 11% a principios de la década. Si uno toma los datos de 2009 para América Latina, por ejemplo, potencias de la OCDE como EEUU y España siguen encabezando las inversiones con un 57 y un 9%, respectivamente, del total que llegó ese año a América Latina. Sin embargo, los países emergentes de la propia región también invirtieron fuertemente en el resto del continente, totalizando el 10% del total, con Chile y México a la cabeza de una lista que años anteriores fue liderada por Brasil.

Si bien la IED realizada por los grupos latinoamericanos en el exterior experimentó una desaceleración -bajando de los 43.000 millones de dólares del pico logrado en 2006 (sobre todo por la operación de Vale) hasta algo más de 11.000 millones en 2009-, la crisis global no detuvo tampoco esta tendencia. En 2009, Chile se convirtió, por prime-



ra vez, en el principal inversionista latinoamericano, con una inversión en el exterior de 8.000 millones de dólares. A principios de 2010, la energética estatal brasileña Eletrobras divulgó, por ejemplo, sus planes estratégicos hasta 2020 y citó entre sus prioridades su internacionalización en América Latina. Unos meses después, la minera Vale se hacía con el control de una concesión en Guinea por un monto de 2,5 millones de dólares, después de haber desembolsado otros 3,8 millones a principios de año para hacerse con los negocios de fertilizantes del estadounidense Bunge. De cara al futuro, no será una sorpresa que las inversiones de multinacionales latinoamericanas también repunten, y no sólo en la región, sino también en mercados en los que buscan hacerse un mayor hueco, como Asia, Europa o, incluso, África.

La región también está atrayendo a inversores como la multinacional india Reliance Industries, que invirtió 500 millones de dólares en Perú en 2009. En 2010, el fondo soberano de Singapur aumentará sus inversiones en la región de la mano de sus equipos ahora ubicados en Brasil y México. Las inversiones chinas en el continente se están acelerando, como lo muestran las operaciones realizadas por las petroleras chinas CNOOC y Sinochem, que invirtieron, respectivamente, 3,1 millones y tres millones de dóla-

res en marzo y mayo en Brasil y en Argentina para hacerse con participaciones significativas en Bidas y en un campo petrolífero en aguas brasileñas, antes posesión de la noruega Statoil.

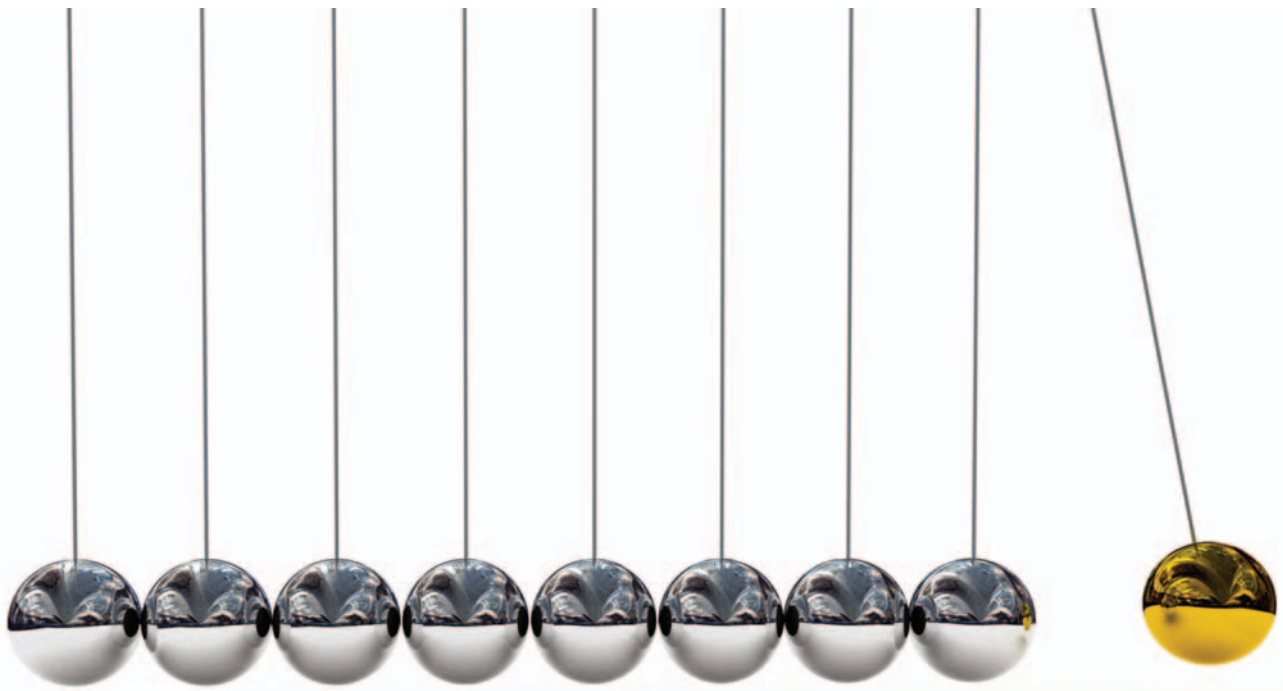
Por su parte, Perú se está imponiendo como uno de los principales destinos de las inversiones de las empresas chinas en América Latina, destacando, por ejemplo, la realizada por la minera Chinalco, que invirtió 703 millones de dólares en acciones de Perú Copper, o la adquisición de la empresa Northern Perú Copper por parte de la compañía china Minmetals/Jiangxi Copper. La entrada en vigor de un tratado de libre comercio el 1 de marzo 2010 entre China y Perú sólo ratifica la importancia que está cobrando Asia, y China en particular, en el ámbito regional. De hecho, en lo que va de año, las exportaciones peruanas hacia China superan ya las realizadas hacia EEUU. En 2009, por primera vez, el principal socio comercial de Brasil ha sido China, por delante de EEUU.

Estamos asistiendo a una gran reconfirmación de los equilibrios mundiales, tanto de flujos comerciales como de inversiones. La década que se cierra abrió una nueva era, con mayor protagonismo de los países emergentes; la que estamos iniciando, lejos de interrumpir esta tendencia, la está, muy al contrario, acelerando ::

Acuerdos de Zurbano: impacto en la financiación e internacionalización de las pymes

El pasado 9 de abril entraron en vigor un conjunto de medidas debatidas en los denominados «acuerdos de Zurbano», un pacto político destinado a impulsar la actividad empresarial y el empleo en nuestro país. La difícil situación de pymes y autónomos centran buena parte de los acuerdos adoptados. Favorecer el acceso al crédito, reforzar su solvencia y liquidez y fomentar su internacionalización han sido los ejes centrales de la reforma.

Ayesa Ramos



El 9 de abril de 2010 fueron aprobadas por el Gobierno 31 medidas económicas de distinta índole, destinadas a impulsar la recuperación económica y el empleo en España. La mayor parte de las mismas (26) proceden de la denominada «mesa de Zurbano», comisión creada en marzo por todas las formaciones políticas para debatir las 54 medidas propuestas por el Gobierno para la creación de empleo y el fomento del crédito empresarial.

Los acuerdos de Zurbano se materializaron en 26 medidas publicadas en el Real Decreto 6/2010 y otras cinco acordadas en Consejo de Ministros. Las decisiones adoptadas se concretan en siete ejes de actuación: 1) acceso al crédito y refuerzo de la solvencia, 2) crecimiento de la actividad exterior, 3) derechos de los consumidores y medidas sociales, 4) impulso al empleo, 5) reestructuración sector financiero, 6) impulso al transporte e infraestructuras y 7) impulso a la actividad industrial.

PRINCIPALES MEDIDAS APROBADAS EN EL MARCO DE LOS ACUERDOS DE ZURBANO

Mejora del crédito y refuerzo de la solvencia	<ul style="list-style-type: none"> Financiación directa del ICO hasta 200.000 € Mantenimiento de los contratos con la Administración pública en las empresas en concurso Recuperación del IVA en 6 meses El ICO asume mayor riesgo en la línea ICO liquidez El ICO incrementará el refianzamiento de las Sociedades de Garantía Recíproca El ICO financiará la construcción de vivienda protegida para venta
Crecimiento y actividad exterior	<ul style="list-style-type: none"> CESCE proporcionará garantías a las empresas españolas en el exterior.
Fomento del empleo	<ul style="list-style-type: none"> Reducción del IVA para obras de mejora de viviendas Deducción extraordinaria del IRPF para obras de mejora de vivienda habitual Eliminación de barreras administrativas para empresas de servicios de ahorro energético
Medidas sociales	<ul style="list-style-type: none"> Se amplía el umbral de inembargabilidad por impago de hipoteca Tipo superreducido de IVA en servicios de dependencia La ayuda al transporte no tributa en el IRPF Mejora de la información de los productos de inversión y ahorro
Reestructuración sistema financiero	<ul style="list-style-type: none"> Sistema institucional de protección para las fusiones Reducción de los trámites para la utilización del FROB
Impulso a las infraestructuras de transporte	<ul style="list-style-type: none"> Rebajas de tasas para vuelos a Canarias Prorroga de bonificación del 30% de las tasas aeroportuarias Programa de facilidades en la recarga de vehículos eléctricos Rebaja de un 7,8% en las tarifas de navegación aérea
Institucionales	<ul style="list-style-type: none"> Creación de la Comisión Interministerial de Política Industrial como impulso al sector industrial

Fuente: elaboración propia.

Los acuerdos adoptados tienen especial relevancia en el ámbito de las pymes a través de dos vías paralelas: la mejora del acceso al crédito y el refuerzo en su solvencia y el impulso de la actividad exterior.

FOCO DE ATENCIÓN EN LAS PYMES

A partir del 15 de junio, el Instituto de Crédito Oficial, a través de las líneas ICO Directo, otorgará préstamos directos a pequeñas y medianas empresas con un importe máximo de 200.000 euros por operación.

El ICO concederá financiación directa a las pymes asumiendo el 100% del riesgo de las operaciones y el BBVA y el Santander se encargarán de formalizar y realizar el seguimiento de éstas

La principal novedad de esta medida es que el ICO recibe directamente las solicitudes, realiza el análisis de la operación, determina las garantías a aportar y decide sobre la concesión del préstamo,

asumiendo el 100% del riesgo. Una vez aprobado, la red de oficinas del BBVA o Santander, las dos entidades seleccionadas para suscribir el convenio de comercialización, serán las encargadas de formalizar y realizar el seguimiento de la operación.

Los beneficiarios de este tipo de créditos serán las empresas con más de un año de antigüedad que necesiten financiación de hasta 200.000 euros para nuevas inversiones empresariales o de circu-





lante. Los solicitantes deben haber solicitado previamente un préstamo rechazado por una entidad financiera o bien haber recibido financiación inferior a la solicitada.

Las características de los préstamos son homogéneas: siete años, con dos de carencia, para los préstamos destinados a la inversión y tres años, con uno de carencia, para los de liquidez. El tipo de interés es único para las dos modalidades y es Euribor a seis meses + 3,50%, con una comisión de apertura de 0,50%.

La tramitación de los préstamos está totalmente automatizada, ya que la solicitud se realiza desde la página web del ICO, que, tras un primer análisis de riesgo, solicita la presentación de documentación y garantías que aportar. Una vez aportada la información, se decide sobre la concesión del préstamo, que se comunica por correo electrónico. De este modo, sólo en la fase de formalización definitiva interviene la entidad financiera seleccionada.

Además de esta medida, el ICO elevará el máximo nivel de riesgo (5%) que asume en la línea de liquidez de circulante aumentando el porcentaje de impagos que asume en fusión de sus características de riesgo. También se incrementará el volumen de reafianzamiento de las sociedades de garantía recíproca mediante convenios bilaterales que permitan compartir con el ICO el aval de las operaciones.

Por último, el ICO concederá financiación directa para la construcción de vivienda de protección destinada a venta, ya que hasta ahora sólo financiaba construcción para alquiler.

Otra de las medidas más importantes para las pymes es la posibilidad de recuperar el IVA en el caso de

facturas impagadas cuando hayan transcurrido seis meses sin haber podido cobrarlas, lo que supone reducir el plazo actual y una mejora en la liquidez de algunas de ellas.

MEDIDAS DE APOYO A LA INTERNACIONALIZACIÓN

La medida más importante para la impulsar el desarrollo de las pymes en el exterior ha sido la incorporación de la garantía a la normativa del seguro de crédito a la exportación. A partir de ahora, las coberturas otorgadas por CESCE (Compañía de Seguros de Crédito a la Exportación), tanto en nombre propio como por cuenta del Estado, sobre riesgos derivados del comercio exterior, inversiones exteriores y de las transacciones económicas con el exterior podrán instrumentarse a través de esta fórmula.

Con la inclusión de este nuevo instrumento, se dará una mayor cobertura a las empresas contra los riesgos derivados de sus operaciones en el exterior y se les permitirá competir en igualdad de condiciones con terceros países en licitaciones internacionales y en la contratación de grandes proyectos.

Además de esta medida, se reforzarán las líneas de apoyo a la exportación, en especial la línea FAD-PYME, y se revisarán las condiciones de la línea FONDPYME en lo relativo a los límites de financiación por proyecto, plazos y períodos de carencia.

Entre los aspectos todavía por definir se prevén desarrollar planes específicos para el apoyo a la internacionalización de empresas españolas en África occidental e incrementar los porcentajes de cofinanciación de las empresas en las actividades de promoción comercial en el exterior ::

Medios de pago internacionales:

el crédito documentario



Entre los múltiples instrumentos de pago que se utilizan en el comercio internacional, la importancia adquirida por el crédito documentario resulta incuestionable gracias a las ventajas que ofrece para la minimización de riesgos e incertidumbres aparejados a la operativa comercial exterior. A continuación se introducen las características del funcionamiento de este medio de pago ampliamente utilizado.

Iván Fidalgo

EL CRÉDITO DOCUMENTARIO ENTRE LOS MEDIOS DE PAGO INTERNACIONALES

En toda transacción comercial de compraventa de mercancías, el comprador deseará recibirlas en el tiempo y la forma acordados, mientras que el vendedor buscará el cobro íntegro y oportuno del importe de la operación. Si bien, la no coincidencia temporal entre la entrega de las mercancías y la realización del pago de las mismas conlleva la asunción de ciertos riesgos para

ambas partes, comprador y vendedor; unos riesgos que pueden intensificarse en la operativa comercial internacional como consecuencia del desconocimiento y la mayor distancia física entre las partes intervinientes, así como por una mayor complejidad del transporte internacional y la existencia de regulaciones y prácticas mercantiles diferentes. Generalmente, la entrega de las mercancías por parte del vendedor al comprador extranjero se realiza de forma indirecta, a través de un

transportista, y, así, los documentos adquieren una especial relevancia, incidiendo en el grado de seguridad del cobro y en la posesión de las mercancías.

Dada la mayor complejidad operativa y la búsqueda de mayor seguridad en los cobros-pagos ligados a las transacciones comerciales internacionales, se han creado instrumentos de pago contra documentos, siendo éstos los medios de pago documentarios que integran la orden de pago documentaria, la remesa documentaria y el propio crédito documentario. Los dos últimos son los únicos que cuentan con una regulación internacional específica, concretada en una serie de «reglas y usos» revisados periódicamente por la Cámara de Comercio Internacional. En el caso del crédito documentario, la principal referencia reguladora vigente desde 2007 alude a las «Reglas y usos uniformes relativos a los créditos documentarios», conocidas como las UCP 600.

El banco emisor será quien asuma el riesgo del crédito, por lo que, antes de su aprobación, verificará la solvencia del importador

El crédito documentario puede definirse como un mandato de pago que el importador (ordenante) cursa a través de su entidad financiera para que, directamente o a través de otro banco, pague al exportador el importe de la operación, siempre y cuando éste cumpla estrictamente con todas y cada una de las condiciones impuestas en el propio crédito (Serantes y López, 2005¹). Este medio de pago suele emplearse cuando no existe plena confianza entre el importador y el exportador, ya que, frente al resto de medios de pago documentarios indicados anteriormente, ofrece una alta seguridad de cobro (máxime si el crédito es confirmado por un banco del país del exportador o por un banco no localizado en un país con dificultades, ya que el nivel de seguridad depende de la solvencia del banco pagador), aunque su coste también es más elevado. Es, asimismo, el medio de pago que ofrece una mayor adecuación entre el momen-



to de recepción de la mercancía y el del pago. El exportador no enviará la mercancía al importador mientras no constate la apertura del crédito documentario en su nombre. Y, para asegurarse el cobro, el exportador ha de esmerarse en la confección de los documentos que presentará de total conformidad con el clausulado del crédito, siendo que las obligaciones reflejadas en las cláusulas no se refieren a las mercancías, sino a los documentos presentados.

PRINCIPALES AGENTES INTERVINIENTES

En la instrumentación del crédito documentario, pueden intervenir diferentes figuras, entre las que se encuentran:

- 1) El ordenante (importador). Es el encargado de solicitar la apertura del crédito documentario a su entidad financiera conforme a las instrucciones pactadas previamente con el exportador. Está obligado a la aceptación de los documentos presentados por dicho exportador con arreglo a las cláusulas del crédito documentario.
- 2) Banco emisor. Es la entidad elegida por el ordenante encargada de estudiar el riesgo asociado a la operación y, una vez aceptada la apertura del crédito, de informar al banco avisador de las características del mismo. Realizará el pago del importe de la operación al beneficiario o bien autorizará a otra entidad a que lo efectúe.



¹ Serantes Sánchez, P. y López Cuevas, J. (2005): «Módulo 3: finanzas», en LLAMAZARES GARCÍA-LOMAS, Olegario (coord.): *Estrategia y gestión del comercio exterior: curso superior*. Madrid: ICEX y CSC, 2ª ed.

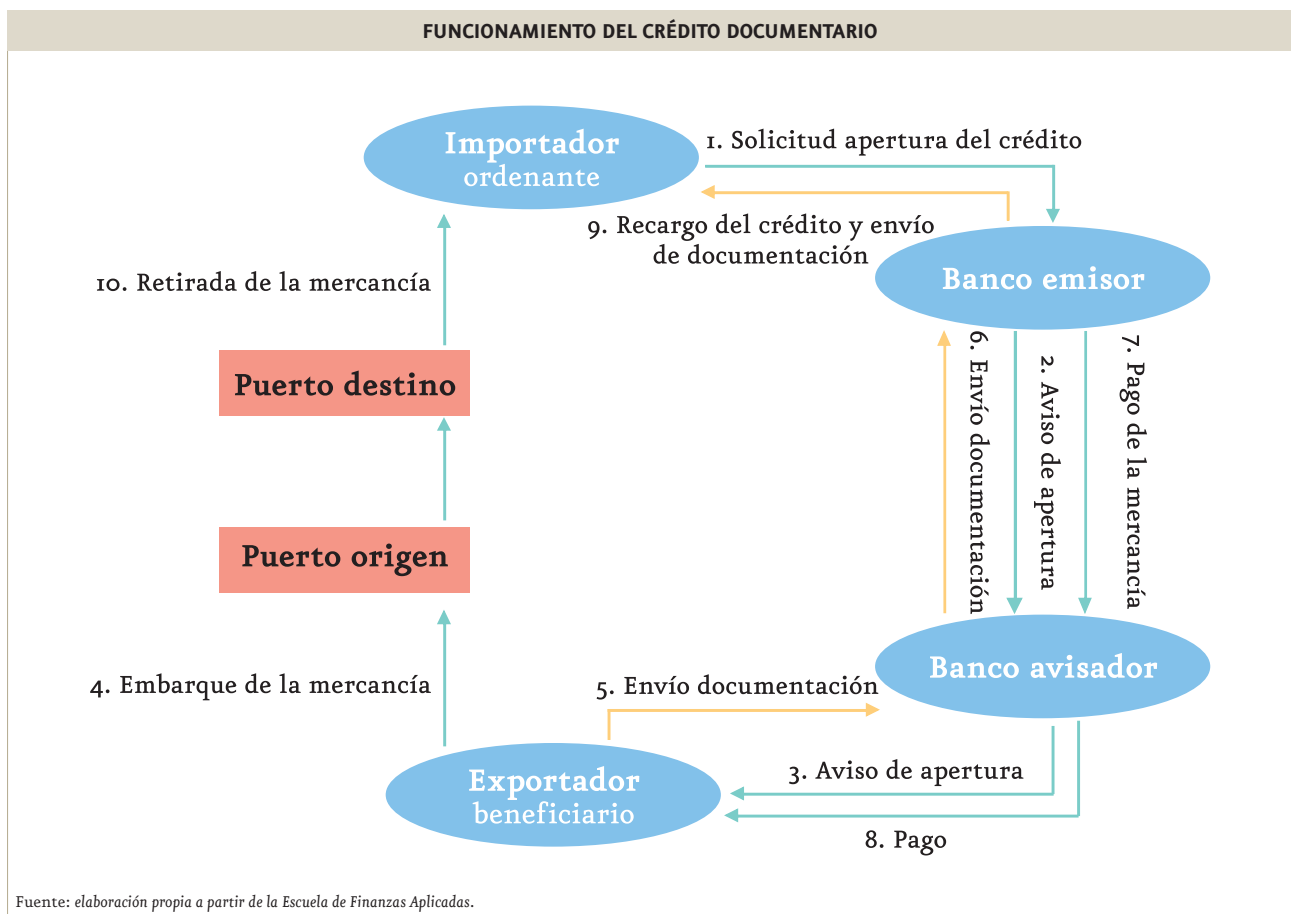
- 3) Banco avisador. Es la entidad que comunica al exportador (beneficiario) los términos del crédito documentario abierto a su favor. También se encarga de revisar los documentos entregados por el exportador para, posteriormente, hacérselos llegar al banco emisor. En función de las condiciones acordadas en el crédito, el banco avisador podrá iniciar el pago de la operación si también actúa como banco confirmador.
- 4) Banco confirmador. Es el que asume la obligación, solidaria, con el banco emisor de efectuar el pago del importe designado en el crédito documentario si se cumplen todas las condiciones recogidas en su clausulado.
- 5) Banco designado. Es una entidad que participa en la cadena de pago del crédito documentario tras recibir los documentos entregados por el exportador y completar las acciones necesarias con el resto de bancos que intervienen en la operativa del crédito. No está obligado a efectuar el pago de importe de la operación al beneficiario hasta recibir los fondos del banco emisor.
- 6) Banco pagador o negociador. Es el banco autorizado para efectuar el pago del crédito documentario. En el caso de que se trate de un crédito documentario contra negociación, en el que el banco emisor y el

pagador negocian un efecto comercial (descontándolo en firme y sin recurso contra el exportador), el banco autorizado se denomina «negociador».

- 7) El beneficiario. Es la empresa que exporta las mercancías y que recibe el valor monetario indicado en el crédito documentario si presenta los documentos conformes.

FUNCIONAMIENTO DEL CRÉDITO DOCUMENTARIO

Tras la formalización del acuerdo comercial, y aun cuando el crédito documentario es independiente de ese contrato, será el importador quien solicite al banco emisor la apertura de la carta de crédito a favor del exportador. El banco emisor repercutirá a su cliente un coste proporcional al riesgo asumido, por lo que, antes de solicitar la apertura del crédito, será recomendable que el importador tenga en cuenta una serie de consideraciones previas. Así, el importador habrá de fijar el importe o diferencial que pagar a su banco por el compromiso adquirido, establecerá la fecha límite para la entrega de los documentos al banco (que, a su vez, contará con un plazo máximo de cinco días hábiles para examinarlos), concretará las condiciones de envío de las mercancías (ruta, fecha de salida) y determinará si el exportador puede realizar varios envíos contra el mismo pedido, entre otros.



Definidas y trasladadas las condiciones al banco emisor, éste analizará la solicitud y, una vez aceptada, enviará la carta de crédito documentario al banco correspondiente en el país de destino (banco avisador) para que éste se lo notifique al exportador. El banco avisador podrá actuar, previa petición del banco emisor, como confirmador y pagador del crédito.

El crédito documentario confirmado por un banco de primera línea ofrece seguridad máxima de cobro al exportador

Antes de que el exportador expida las mercancías, existe la posibilidad de que el banco emisor, en nombre del ordenante (importador), alerte al banco avisador de modificaciones en las condiciones de emisión del crédito, lo que implicaría un coste bancario adicional.

Una vez que el exportador tiene conocimiento de la apertura del crédito documentario a su favor, se pondrá a preparar y embarcar las mercancías para, posteriormente, enviar toda la documentación comercial exigida al banco avisador. En ese momento, este último comprobará que la documentación presentada cumple exactamente con todas las cláusulas y, en función de si es confirmador o no, pagará por cuenta propia o hará llegar la documentación al banco pagador², respectivamente. En caso de que el banco pagador coincida con el emisor, será éste quien compruebe, en última instancia, la conformidad de los documentos. Si son conformes, el banco emisor remitirá la documentación al importador para que pueda obtener las mercancías, a la vez que adeudará en su cuenta el importe de la operación.

No obstante, en caso de existir discrepancias en los documentos presentados o incumplimiento de

alguna cláusula, el crédito se considerará con reservas y, con ello, el exportador pierde la garantía de cobro que le ofrece este medio de pago, lo que significa que el cobro de las mercancías queda supeeditado a la decisión última del importador³.

MODALIDADES DE CRÉDITO DOCUMENTARIO

Con la última revisión de UCP 600, desaparecen los créditos documentarios revocables para pasar a ser todos irrevocables, en los que el ordenante asume el compromiso en firme de realizar los pagos al beneficiario, siempre que éste presente los documentos de conformidad con el clausulado del crédito (sin perjuicio de que las partes puedan pactar expresamente otra cosa). Sin embargo, es posible encontrar diferentes modalidades de crédito atendiendo a aspectos tales como:

- 1) El compromiso del banco avisador, distinguiendo entre:
 - Crédito documentario confirmado, aquel en el que, tras la emisión del crédito, el banco emisor delega en el banco intermediario (que puede ser el banco avisador) la confirmación del crédito y la correspondiente asunción del compromiso de pago al beneficiario.
 - Crédito documentario no confirmado, en el que el banco intermediario o avisador limita sus responsabilidades al aviso de la apertura del crédito al beneficiario, el envío de los documentos al banco emisor y el pago del importe al exportador, previa obtención de los fondos del banco emisor.
- 2) La transferibilidad:
 - Crédito transferible, en el que el beneficiario goza del derecho a solicitar al banco paga-

dor que permita disponer, total o parcialmente, del crédito a uno o varios segundos beneficiarios.

- Crédito subsidiario, emitido según un primer crédito (ambos independientes) recibido por el ordenante.
- 3) El anticipo:
 - Crédito con «cláusula roja», que autoriza al banco designado a anticipar, total o parcialmente, el pago al beneficiario contra la firma de un recibo.
 - Crédito con «cláusula verde», en el que el beneficiario del crédito también puede obtener anticipadamente el importe del mismo, si bien, a diferencia del anterior, tendrá que presentar una garantía real a favor del banco designado.
 - 4) El plazo de pago:
 - Crédito con pago a la vista, en el que el beneficiario recibirá el importe del crédito en el momento que presente los documentos conformes.
 - Crédito con pago diferido, en el que el beneficiario recibirá el importe del crédito en una fecha posterior al cumplimiento de las condiciones del crédito y la entrega de los documentos.
- Además de las anteriores, existen otras modalidades, como el crédito respaldado, equivalente a un crédito documentario de importación garantizado por otro crédito documentario de exportación para la misma mercancía, o el crédito rotativo, renovable automáticamente, una o más veces, por un determinado plazo dentro del período de validez. Todas estas variantes de este medio de pago, ampliamente utilizado en el comercio exterior, permiten un mayor ajuste a las necesidades operativas concretas del importador y el exportador ::

² En función de quién inicie el pago del crédito, el banco pagador podrá ser, a su vez, banco emisor, banco avisador, banco confirmador y/o banco negociador.

³ Hay que indicar que el banco emisor o, en su caso, el confirmador tiene la obligación de pagar cuando se cumplen íntegramente los documentos, pero no tiene en cuenta si la situación real de las mercancías respeta lo acordado en el crédito.



«La relación económico-financiera entre China y Estados Unidos es el ojo del huracán de la crisis y de toda la economía global»

Euro, dólar, renminbi

Los mercados de divisas no se calman. El baile de monedas sigue causando volatilidad y todo tipo de oportunidades para hacer dinero apostando por cuáles van a salir reforzadas y cuáles se debilitarán. En juego están no solamente cantidades ingentes de dinero, sino también la recuperación económica.

Un euro algo más débil no viene mal. Por una parte, abarata las exportaciones y, por otra, encarece el petróleo, lo que debiera dar más ímpetu a la eficiencia energética y a la inversión en alternativas. Para España no supone directamente una gran ventaja, puesto que la mayoría de nuestras exportaciones se destinan a otros países de la zona euro. Pero, indirectamente, nos beneficia si las mayores economías europeas -Alemania y Francia- logran exportar más a la zona dólar, puesto que se trata de nuestros mayores socios comerciales. Dado que la economía estadounidense exhibe síntomas de dinamismo mayores que la europea, en conjunto una caída lenta y controlada en la cotización del euro puede resultar beneficiosa para la economía global.

La principal complicación, sin embargo, viene de la mano de la política china de fijar el valor del renminbi (literalmente, el «dinero del pueblo») con respecto al dólar. Una pérdida de valor del euro frente al dólar hace menos competitivas las exportaciones chinas a la zona euro. Si Estados Unidos continúa poniendo presión al Gobierno chino para que revalúe, las empresas chinas podrían perder cuota de mercado en su segundo principal mercado, el europeo. Por tanto, un cambio brusco y de gran magnitud en la relación euro-dólar puede dificultar el otro ajuste, mucho más vital para la economía global, entre el dólar y el renminbi.

La relación económico-financiera entre China y Estados Unidos es el ojo

del huracán de la crisis y de toda la economía global. Sin el ahorro chino, el consumo de Estados Unidos hubiera sido mucho menor; sin el mercado estadounidense, la economía china no podría crecer a un ritmo tan acelerado. Además, China posee unos 900.000 millones de dólares de deuda soberana de Estados Unidos. Las reticencias chinas a revaluar su moneda se deben tanto a esta posición acreedora como al efecto reductor de las exportaciones. China sabe, sin embargo, que no puede ser un país verdaderamente rico sin desarrollar su mercado interno. Las bases de ese desarrollo se están sentando con las inversiones en infraestructuras. Pero la economía global no puede esperar cinco o 10 años más. El ajuste ha de tener lugar enseguida para ayudar a las distintas economías a recuperar una senda de crecimiento más o menos sostenible.

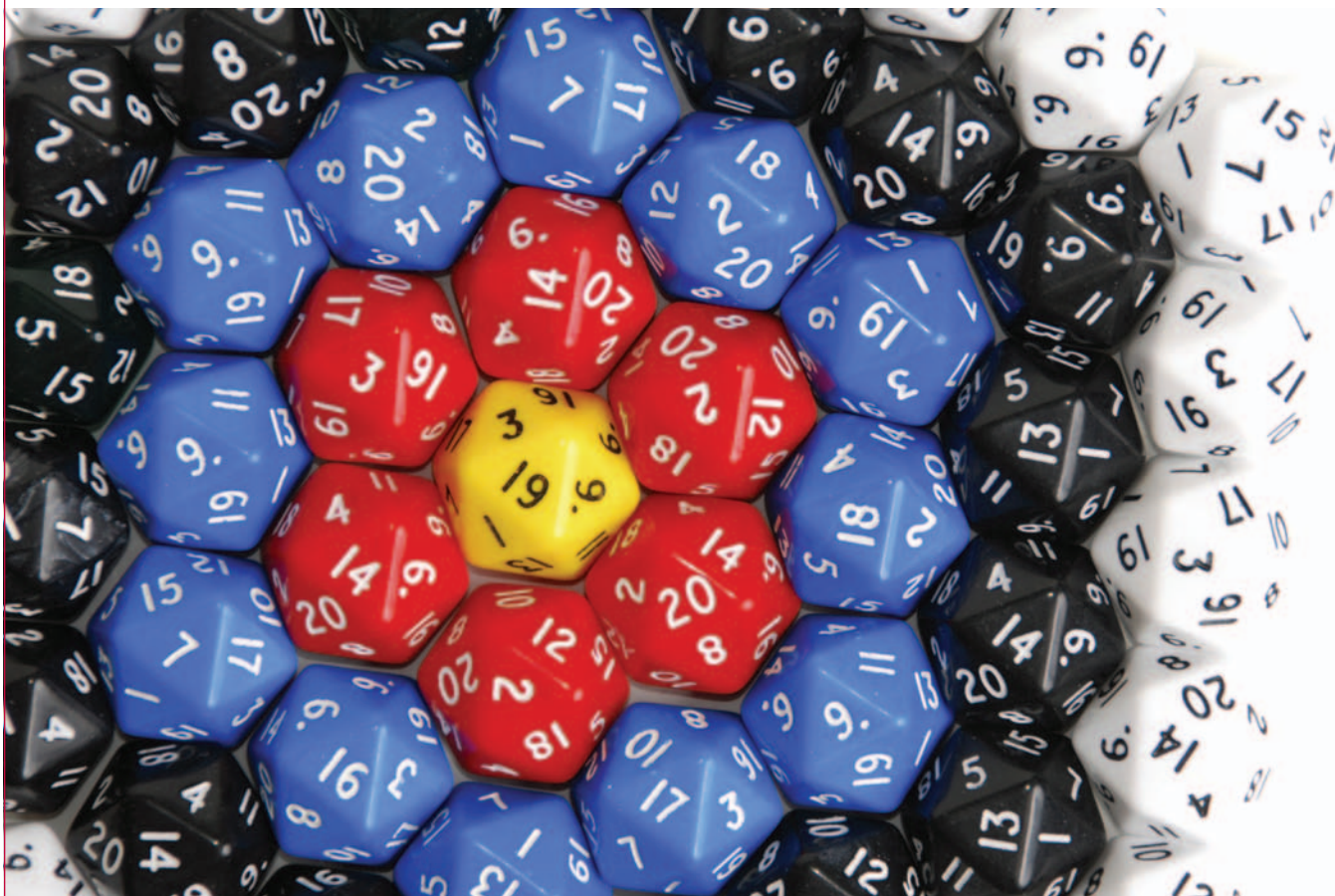
Como toda decisión de tipo de cambio, al fin y al cabo se trata no solamente de tener en cuenta factores económicos, sino también políticos y geopolíticos. Hay sectores productivos que ganan con una revaluación y otros que pierden. La estatura mundial de China se verá reforzada si su moneda es más fuerte. Las autoridades chinas seguramente están esperando a estimar el impacto a medio plazo de la crisis sobre sus sectores exportadores. Si ese cálculo les permite sentirse cómodas con una revaluación, es posible que se produzca en meses en lugar de años. El gran ganador será el consumidor chino, lo que, además, podría traducirse en la creación de puestos de trabajo en los servicios, de tal manera que el impacto sobre el empleo agregado se viera amortiguado. Hace 20 o, incluso, 10 años, nadie hubiera imaginado que la economía global estuviera conteniendo la respiración hasta ver qué ocurre con la moneda china ::

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

Anatomía de la corrección y oportunidades de inversión

El Ibex-35 alcanza rango objetivo: 8.900-9.200 puntos. Analizamos cómo ha sido el camino del índice hacia nuestro escenario central, qué factores han sido determinantes del *performance* relativo de los constituyentes del índice y qué oportunidades de inversión se han abierto una vez alcanzado el rango objetivo.

Daniel Suárez Montes



El Ibex-35 ahonda en el peor comportamiento relativo frente a otros índices europeos y alcanza en las primeras semanas de junio nuestro nivel objetivo, situado en el rango 8.900-9.200 puntos. En el artículo de «Finanzas personales» de la publicación de mayo, destacábamos el cambio que estábamos observando en el *focus* de los inversores hacia variables cualitativas en detrimento de variables cuantitativas: ahora importa menos la «cantidad» de ROE¹, los inversores están premiando la «calidad» de ese ROE. Titulábamos el artículo «Entorno poco favorable para el Ibex-35». A lo largo de los meses de mayo y junio, los índices de renta variable han tenido que hacer frente a (i) la intensificación de las medidas de consolidación fiscal, con el consecuente impacto negativo sobre las proyecciones de actividad económica y beneficios empresariales y (ii) un nuevo deterioro de la prima de riesgo en emisores soberanos, liderada por los países periféricos del área euro.

El grupo que peor comportamiento registra en 2010 presenta elevado apalancamiento, baja tasa de reparto de beneficios y márgenes empresariales débiles

Con este trasfondo, la presión bajista sobre el mercado de acciones español se ha intensificado, llegando el Ibex-35 a cotizar por debajo de nuestro rango objetivo (8.900-9.200 puntos). En el artículo de este mes analizamos cómo ha sido el camino del índice hacia nuestro escenario central (-25% en 2010), qué factores han sido determinantes del *performance* relativo de los constituyentes del índice y qué oportunidades de inversión se han abierto una vez alcanzado el rango objetivo.

CLAVES EN APALANCAMIENTO, MÁRGENES, TASA DE REPARTO DE DIVIDENDOS Y RENTABILIDAD FINANCIERA (ROE)

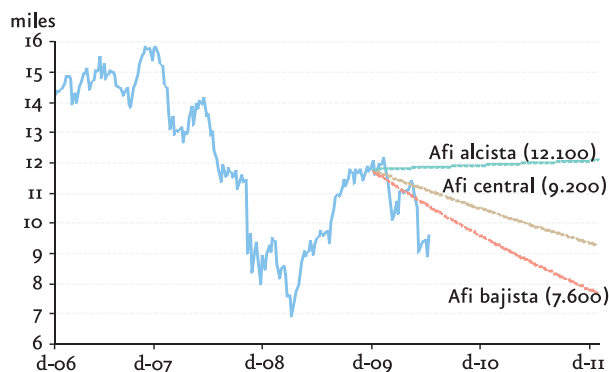
Para analizar la «anatomía» de la corrección del Ibex-35, hemos dividido los valores del selectivo en cinco grupos en función de la rentabilidad que acumulan en 2010 (véase gráfico «Rentabilidad media en 2010 por nivel de agrupación en Ibex-35»). El grupo central (nº 3) lo forman los valores que presentan un *performance* alineado con el del conjunto del índice. En los grupos 1 y 5 están, respectivamente, los valores que peor y mejor *performance* acumulan en el año. Cuando cruzamos estas agrupaciones con las cuatro variables fundamentales que hemos señalado como claves, encontramos que el grupo que peor comportamiento registra en 2010 presenta un nivel de apalancamiento superior a la me-

CESTA DE VALORES SELECCIONADA: ROE SUPERIOR A LA MEDIA DEL MERCADO CON UN MARGEN EBITDA SUPERIOR Y UN NIVEL DE APALANCAMIENTO INFERIOR

Sector	Compañía
Consumo cíclico	EUTELSAT
Consumo cíclico	HERMES
Consumo cíclico	INDITEX
Consumo cíclico	LVMH
Consumo cíclico	MEDIASET
Consumo cíclico	OPAP
Consumo no cíclico	L'OREAL
Consumo no cíclico	PERNOD-RICARD
Consumo no cíclico	UNILEVER
Energía	DRAGON OIL
Energía	FUGRO
Energía	SAIPEM
Energía	TENARIS
Energía	TOTAL
Salud	FRESENIUS
Salud	GRIFOLS
Salud	ORION
Industria	BOSKALIS
Industria	KONE
Industria	SGL CARBON
Industria	VOPAK
Industria	WARTSILA
Industria	ZARDOYA OTIS
Tecnología	AIXTRON
Tecnología	INDRA
Tecnología	SAP
Tecnología	SOFTWARE
Materiales	AIR LIQUIDE
Materiales	BUZZI UNICEM
Materiales	CIMENTOS DE PORTUGAL
Materiales	TITAN CEMENT
Materiales	WACKER CHEMIE
Telecomunicaciones	BELGACOM
Telecomunicaciones	ELISA
Telecomunicaciones	ILIAD
Telecomunicaciones	MOBISTAR
Utilities	ENAGAS
Utilities	FORTUM
Utilities	OEST ELEKTRIZITATSWIRTS
Utilities	SNAM RETE GAS

Fuente: Afi, FactSet.

Ibex-35 y escenarios Afi



Fuente: Afi.

¹ ROE (*return on equity* o rentabilidad financiera): cociente entre el beneficio neto y los fondos propios.



dia del mercado, una tasa de reparto de beneficios (*payout*) baja y unos márgenes empresariales débiles (todo respecto a la media del mercado).

Claves en reparación de balances (desapalancamiento) y presión sobre márgenes (falta de pulso en actividad y entorno desinflacionista)

En la tabla «Detalle de ratios financieros por agrupación de Ibex-35», resumimos los perfiles «fundamentales» de cada agrupación. En suma, lo que observamos es un comportamiento de los inversores y posicionamiento de los gestores en clave de (i) reparación de balances (desapalancamiento) y (ii) presión sobre márgenes (falta de pulso en actividad y entorno desinflacionista). Un comportamiento que podría extenderse en los próximos trimestres y que nos llevan a mantener activas nuestras claves para la inversión en renta variable. Nuestro escenario y recomendaciones:

• Entorno económico

Actividad: estabilización de los cuadros macroeconómicos. La recuperación será asistida, poco autónoma y apenas orgánica. Esperamos volatilidad en los cuadros macroeconómicos a lo largo del proceso de consolidación fiscal.

Precios: sin presiones en los núcleos subyacentes. La falta de pulso del mercado laboral y la «reparación» de balances en el sector privado (empresas y familias) elevan al primer plano el escenario desinflacionista (implicaciones sobre márgenes empresariales).

DETALLE DE RATIOS FINANCIEROS POR AGRUPACIÓN DE IBEX-35 (CIFRAS MEDIAS)

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5
Deuda neta/EBITDA	8,3	3,2	2,6	3,0	0,5
Margen neto (%)	8,2	13,5	20,4	11,7	13,2
Payout (%)	30,0	46,8	67,9	49,7	49,9
ROE (%)	10,0	11,5	20,5	14,9	18,9
% var. 2010	-37,7	-28,6	-23,1	-16,6	-4,1
Nº de valores	7	7	8	6	6

Fuente: Afi, FactSet.

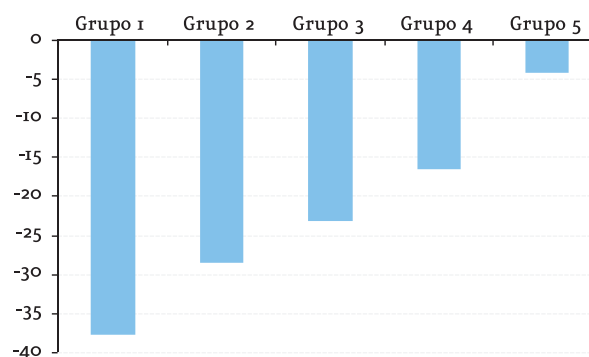
• Entorno de mercado

Valoraciones: incompatibles con la formación de un mercado alcista a largo plazo. El análisis histórico sugiere un mercado lateral-bajista en los años posteriores al estallido de una burbuja inmobiliaria-crédito. El mismo resultado obtenemos cuando analizamos el ciclo bursátil partiendo de unas valoraciones como las actuales.

• Entorno empresarial

Claves en reparación de balances (desapalancamiento) y presión sobre márgenes (falta de pulso en actividad y entorno desinflacionista). En este contexto, recomendamos orientar filtros de selección hacia (i) bajos niveles de apalancamiento, (ii) capacidad para defender márgenes, (iii) sostenibilidad en política de dividendos y (iv) calidad en composición de ROE (rentabilidad financiera). En este último punto, centramos la selección de valores que presentamos en la tabla «Cesta de valores seleccionada: ROE superior a la media del mercado con un margen EBITDA superior y un nivel de apalancamiento inferior» ::

Rentabilidad media en 2010 por nivel de agrupación en Ibex-35* (%)



* En el grupo 5, excluimos a Iberia, inmersa en el proceso de fusión con British Airways (menos peso de variables fundamentales específicas en la formación de precios).

Fuente: Afi, FactSet.

Depreciación del euro:

una derivada positiva



La depreciación del euro se ha producido en un contexto de creciente presión sobre el mercado de deuda soberana del área euro. Analizamos las implicaciones positivas que este movimiento puede tener sobre el crecimiento de la región, actualizando nuestras recomendaciones de gestión del riesgo de tipo de cambio para los próximos meses.

Pablo Guijarro

UNA DEPRECIACIÓN DESORDENADA

La presión sobre el euro durante el primer semestre de 2010 se ha producido en un contexto de incertidumbre acerca de la sostenibilidad del área euro tal y como se ha conocido en la última década. Durante el mes de mayo, la tensión se ha incrementado incluso a pesar de la aprobación de distintos planes de austeridad en las economías más afectadas por la crisis (España entre ellas).

La pérdida de valor del euro ha generado preocupación por la elevada volatilidad con la que se ha producido; los movimientos desordenados en los mercados financieros son, con carácter general, poco bienvenidos por los bancos centrales. Desde su perspectiva, por las dificultades que plantea de cara a su toma de decisiones y a la gestión de las expectativas de los agentes. En los próximos meses, nuestra visión es que la depreciación del euro pueda continuar, no tanto derivada de una fuerte presión en los mercados de deuda pública, sino de las pobres perspectivas de crecimiento de la región y de la ausencia de expectativas de subida de tipos por parte del BCE en los próximos trimestres.

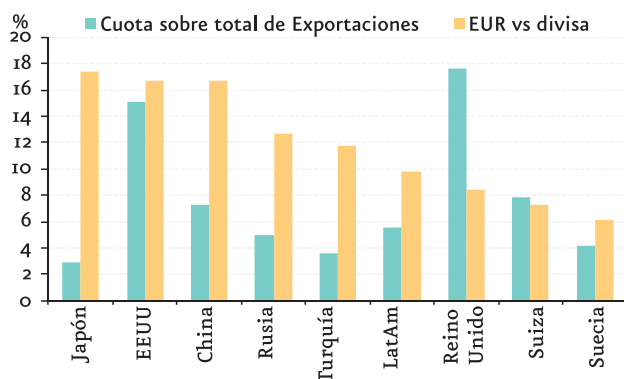
En este sentido, esperamos que paulatinamente las medidas de apoyo y los planes de consolidación fiscal puestos sobre la mesa surtan efecto en el ánimo de los mercados y reduzcan la elevada prima de riesgo que están atribuyendo a los activos denominados en euros, pero que su remisión dé paso a una mayor importancia de los fundamentos de crecimiento, que, como hemos descrito anteriormente, son muy pobres en la actualidad para el área euro.

La pérdida de valor del euro ha generado preocupación por la elevada volatilidad con la que se ha producido

LA CONTRAPARTIDA POSITIVA

No obstante, hay que tener en cuenta que esta pérdida de valor del euro, en un contexto de falta de tracción de la demanda interna, puede tener implicaciones muy positivas sobre la demanda externa. De hecho, la

Principales destinos de exportación del área euro y evolución del euro frente a cada divisa

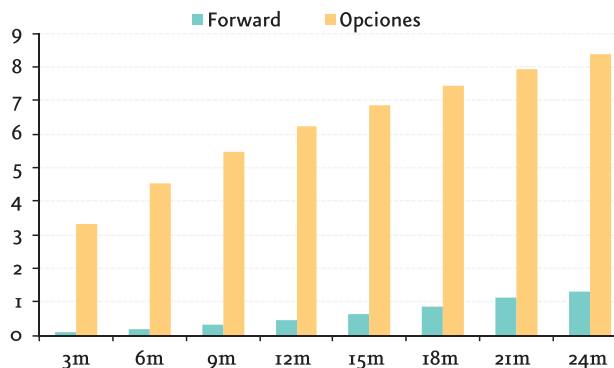


Fuente: Afi, BCE.

moneda única ha perdido valor frente a todos sus cruces y, especialmente, frente a aquellas divisas de las economías más representativas en el sector exterior del área euro.

Esta situación, susceptible de persistir en los próximos meses, vuelve a poner sobre la mesa la necesidad de gestionar adecuadamente el riesgo de tipo de cambio en busca no tanto de obtener un elevado beneficio en la contratación de coberturas como de dotar de estabilidad a los flujos de caja de la compañía. En este contexto, consideramos que, a la luz del coste de las distintas alternativas de cobertura a disposición de las empresas, la reducida prima implícita en la cotización del seguro de cambio nos inclina a recomendar, en el momento actual, la gestión del riesgo divisa mediante este instrumento frente a las opciones, cuyo coste sigue siendo muy elevado, fruto de los niveles de volatilidad registrados por el mercado de divisas ::

Coste de las distintas herramientas de cobertura del riesgo de tipo de cambio dólar/euro (%)



Fuente: Afi, Bloomberg.

EL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL

La teoría de la paridad del poder adquisitivo pretende determinar el tipo de cambio de equilibrio de dos monedas a partir de la estructura de precios relativos entre dos economías. Según esta teoría, la economía con unos niveles de precios superiores debe experimentar una depreciación de su divisa para compensar su menor competitividad a través de los precios. Si la moneda cotiza más cara que el nivel establecido por el cálculo de paridad de poder adquisitivo, estaría sobrevalorada (y viceversa).

Con relaciones multilaterales hay que tener en cuenta los tipos de cambio entre todos los pares de divisas. En este sentido, el cumplimiento de la paridad de poder adquisitivo es más difícil, pero es menos restrictivo: frente a algunas divisas, la moneda cotizará sobrevalorada, pero, frente a otras, lo hará infravalorada.

El tipo de cambio efectivo real (TCER) mide la evolución del tipo de cambio de la moneda de un país frente a la de los países con los que comercia, ponderando cada una de ellas por el peso que tiene en el comercio exterior del país en cuestión y considerando el diferencial medio ponderado de inflación entre el país local y los extranjeros. El TCER es el producto entre la cotización nominal de la divisa y los precios relativos frente al exterior.

Un aumento del TCER supone una pérdida de competitividad de los productos frente al exterior (apreciación real). Si aumentan los precios, el TCER se aprecia (pérdida de competitividad), pero, en términos nominales, la divisa tenderá a depreciarse (ganancia de competitividad). El efecto real dependerá de la magnitud de cada movimiento.

Hungría, en el ojo del huracán

Las noticias vertidas en torno a la posible manipulación de estadísticas en Hungría introducen volatilidad en los mercados. Teniendo en cuenta la situación actual, consideramos que la volatilidad será la tónica general del comportamiento de los mercados financieros durante los próximos meses. El riesgo de *default* de la deuda se encuentra contenido por la ampliación de las líneas de préstamo del FMI a países con dificultades aprobada en la reunión del G-20 de marzo de 2009.

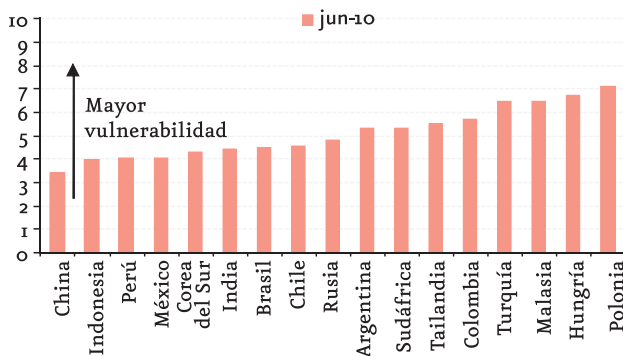
Álvaro Lissón

La crisis financiera que comenzó en septiembre de 2008 afectó de manera especial a las economías de Europa del Este, especialmente a aquéllas con un mayor déficit por cuenta corriente y un nivel de apalancamiento en moneda extranjera más pronunciado. Los problemas de financiación fueron especialmen-

te intensos en el caso de Hungría, hasta el punto de que el BCE y el FMI llevaron a cabo programas de apoyo que lograron detener la tensión desatada en los mercados financieros.

Las posibles manipulaciones estadísticas en Hungría introducen volatilidad en los mercados

Índice Afi de vulnerabilidad por países



Fuente: Afi.

CRÉDITO CONCEDIDO POR DISTINTOS SISTEMAS FINANCIEROS A HUNGRÍA (TOTAL DE LA ECONOMÍA)

	Mill. dólares	% sobre PIB
Austria	38.458	14,0
Alemania	33.158	1,4
Italia	27.110	1,8
Bélgica	18.439	5,5
Francia	12.127	0,6
Holanda	5.354	0,9
EEUU	3.997	0,0
España	1.607	0,2
Suiza	798	0,1
Portugal	414	0,3
Suecia	321	0,1
Grecia	124	0,1
Turquía	5	0,0

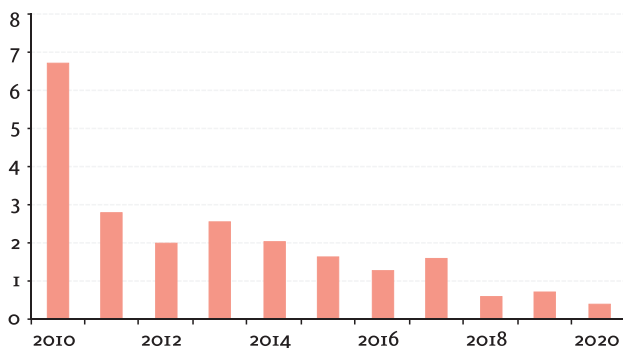
Fuente: Afi, Bloomberg.

LÍNEAS DE PRÉSTAMO DEL FMI

En la cumbre del G-20 de Londres del pasado 2 de abril de 2009, se acordó un plan de ayuda a las economías emergentes mediante el fortalecimiento de los recursos a disposición de los organismos internacionales para conceder ayudas a aquellos países con necesidades de financiación. Los puntos clave del plan de acción del G-20 y sus importes fueron los siguientes:

- 500.000 millones de recursos disponibles para el FMI (que, sumados a los 250.000 tradicionales, eleva los recursos del fondo a los 750.000 millones) a través de los nuevos acuerdos de préstamo.
- 250.000 millones a través de la inyección de DEG (derechos especiales de giro).
- El FMI tendrá la posibilidad de financiarse en el mercado mediante la emisión de deuda o a través de la venta de oro.
- 250.000 millones de ayudas al comercio internacional.
- 100.000 millones en préstamos para los bancos multilaterales de desarrollo.

Perfil de vencimientos de deuda pública de Hungría (miles de millones de euros)



Fuente: Afi, Ecowin.

Durante las últimas semanas, Hungría ha vuelto a ser noticia. Las declaraciones efectuadas a principios de junio por parte de distintos miembros del nuevo Gobierno húngaro, alertando de posibles manipulaciones estadísticas y de sus implicaciones en términos de solvencia, han vuelto a provocar un intenso castigo en las variables financieras de su economía, con contagio al resto de países de Europa del Este y del área euro con mayor exposición, algo que, aunque posteriormente fue desmentido por distintas autoridades, no ayuda a un mercado en el que la desconfianza es la nota dominante.

Si analizamos la posición estructural de Hungría a través del índice Afi de vulnerabilidad (véase gráfico «Índice Afi de vulnerabilidad por países»), obtenemos que Hungría es una de las economías de Europa del Este con una peor valoración. El índice se construye a partir de indicadores macroeconómicos estructurales (deuda pública, déficit público, déficit por cuenta corriente, inversión extranjera directa, deuda externa, reservas y tipo de cambio) con el fin de poder determinar el grado de vulnerabilidad de una economía a perturbaciones procedentes del exterior. En el caso de Hungría, el índice toma un valor alto por contar con un elevado nivel de deuda pública (80% del PIB), de déficit público (-4% del PIB) y de deuda externa (140% del PIB).

El riesgo de *default* de la deuda se encuentra contenido, ya que no podemos olvidar la ampliación de las líneas de préstamo del FMI a países con dificultades

Si observemos el perfil de vencimientos de la deuda (véase gráfico «Perfil de vencimientos de deuda pública de Hungría»), resulta algo más preocupante al comprobar que la concentración de vencimientos es especialmente elevada en 2010 y 2011 (13.000 millones de euros). A partir de 2011, el riesgo de refinanciación se modera de forma notable.

Adicionalmente, uno de los principales riesgos de Hungría es el endeudamiento del sector privado en moneda extranjera (el 80% de las hipotecas están denominadas en euros y francos suizos), una situación que eleva la sensibilidad de la morosidad a la depreciación de la divisa en situaciones como la actual. El eventual deterioro de la morosidad en las carteras de préstamo a Hungría puede afectar especialmente a los sistemas financieros de Austria (38.500 millones de euros), Alemania (33.000 millones) e Italia (27.000 millones), ya que son los que cuentan con una mayor exposición. En cambio, el sistema financiero español no cuenta con una exposición global relevante a Hungría (0,2% del PIB, 1.500 millones de euros).

Teniendo en cuenta la situación actual, consideramos que la volatilidad será la tónica general del comportamiento de los mercados financieros de Hungría durante los próximos meses y, al igual que en otras economías de la región, motivará que la debilidad de su divisa se mantenga, con las implicaciones descritas anteriormente en materia de morosidad y del endeudamiento del sector público. En cualquier caso, el riesgo de *default* de la deuda se encuentra contenido, ya que no podemos olvidar la ampliación de las líneas de préstamo del FMI a países con dificultades aprobada en la reunión del G-20 de marzo de 2009 ::



«Tras las políticas fiscales expansivas de 2008 y 2009, toca el turno ahora de las restrictivas»

Vasos comunicantes coordinados

Las últimas semanas han sido trepidantes, con una nueva acumulación de decisiones por parte de las autoridades económicas y monetarias, de movimientos en los mercados financieros y de publicación de indicadores que, de persistir, amenazan con invalidar en apenas unos días cualquier ejercicio de análisis. Y no digamos si lo que se pretende es tratar de anticipar el futuro. Por eso, inicio mi sección de *Empresa Global* con una de las «novedades» de los últimos días que se vislumbra «permanente» durante varios meses: los programas de recorte del déficit público anunciados en los últimos días por la práctica totalidad de países europeos. Y es aquí donde radica lo interesante: no sólo gastarán menos los denominados «periféricos» (Grecia, Italia, España, Irlanda o Portugal), sino que el núcleo, cuyas necesidades de reducción del saldo negativo en el presupuesto parece menos prioritario, han anunciado importantes recortes en el gasto.

Francia, pero, sobre todo, Alemania, parece que estuvieran tratando de dar ejemplo al resto de países para conseguir que éstos no sólo consoliden los pasos dados en el último mes, sino que den alguno más para intentar adelantar la consecución del objetivo del 3% del PIB para el déficit fiscal. Con la presión de las agencias de *rating* y de los mercados financieros (que no es caprichosa, sino que está basada en variables objetivas, como el nivel de endeudamiento), debe valorarse positivamente que los Estados hayan entrado en su particular fase dos de la crisis: tras las políticas fiscales expansivas de 2008 y 2009, toca el turno ahora de las restrictivas. Y es precisamente aquí donde surge el debate y reaparecen los temores. Cuando apenas contamos con unos meses de recuperación económica (muy basada, además, en la recomposición de inventarios) y cuando todavía no se ha reestablecido el flujo crediticio desde el sistema bancario hacia la «economía real», retirar uno de los soportes sobre los que se ha sustentado el PIB re-

sulta arriesgado. Más aun cuando son numerosos los ejemplos históricos (alguno reciente y contundente, como Japón a mediados de los noventa) que avalan el error de una excesiva disciplina fiscal. Porque, y esto es importante recordarlo, no se trata de que los Estados aportarán menos al PIB, sino que restarán (la minoración del gasto público llegará hasta el 10%).

Un nuevo riesgo, por tanto, se ha generado en los últimos días, al que han sido muy sensibles los mercados financieros, con especial intensidad el bursátil, pero también el de renta fija (ampliación del riesgo país y aumento de los diferenciales crediticios) y el de divisas. En éste, el euro ha continuado su senda depreciadora contra otras monedas, especialmente el dólar, gracias a que, desde EEUU, tanto por los indicadores como por las declaraciones de las autoridades monetarias, las perspectivas para el crecimiento son más positivas, reflejándose en la cotización dólar/euro. Como ya apuntaba el pasado mes, que el euro se deprecie es una muy buena noticia para el crecimiento de la UME. Pero la mejor noticia que, en mi opinión, hemos tenido en las últimas semanas ha sido la mayor predisposición de los bancos centrales a continuar con sus políticas monetarias expansivas. Es más, en el caso del BCE, con nuevos avances en el *quantitative easing* (habrá más subastas a tres meses con adjudicación plena y ha intensificado sus compras de bonos soberanos) supone un elemento de apoyo. Parece, por tanto, como si las autoridades monetarias, constatando que los Gobiernos están siguiendo su recomendación de consolidación fiscal, estuviesen dispuestas a compensar vía política monetaria el impacto negativo que tendrá la restricción presupuestaria. Ojalá este juego de «vasos comunicantes» funcione y consiga una economía más fuerte y eficiente, con unos Gobiernos más solventes y con mayor margen de actuación en caso de necesidad y sin presiones inflacionistas. Sería una excelente combinación ::

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



CUADRO DE MANDO

Financiero

Miguel Arregui

El riesgo soberano mantiene la presión sobre los mercados de financiación



Puntos destacados

- Renovado castigo a la deuda pública de la periferia en las últimas semanas. Los diferenciales de España, Irlanda, Portugal y Grecia se han incrementado con intensidad frente a Alemania.
- La reprecación de riesgo soberano está incidiendo de forma negativa en el acceso a los mercados de financiación de entidades de crédito y empresas. En España, no hemos contado con emisiones de deuda privada de referencia desde mediados de abril.
- Dinámica diferente a la de otros mercados de la propia eurozona. En países con mejores perspectivas económicas y mayor margen de maniobra fiscal, la actividad emisora de los agentes privados es más fluida. Destaca el moderado incremento en el volumen de emisiones de deuda financiera *senior*, un mercado que había permanecido prácticamente cerrado a nivel global en las últimas semanas.
- En este contexto de incertidumbre, y ante la desconfianza presente en los mercados interbancarios (las entidades de crédito siguen sin prestarse dinero entre ellas), el apoyo del BCE es fundamental para garantizar el acceso a la liquidez de las entidades financieras europeas.

En la medida en que el coste del endeudamiento del Estado suele marcar un «suelo» para el del resto de agentes privados de una economía, el encarecimiento de la deuda del Tesoro en las últimas semanas está teniendo un impacto negativo sobre el coste, y sobre el acceso a la financiación, de los agentes privados.

En el último mes y medio, prácticamente no hemos contado con emisiones de deuda relevantes por parte de entidades (financieras o corporativas) españolas. Este punto es importante dadas las elevadas necesidades de refinanciación del sector privado este año: en concreto, las entidades financieras españolas afrontarán unos vencimientos de deuda próximos a los 46.000 millones de euros en los próximos seis meses.

La situación de los mercados de financiación privada en los países periféricos -España incluida- contrasta con el mayor grado de apertura de otros mercados de crédito en la UME.

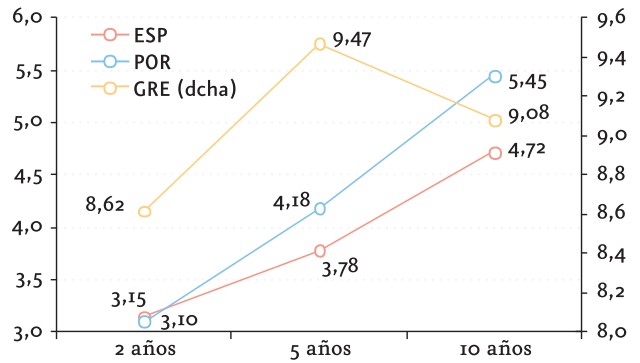
En países como Alemania, Francia u Holanda, se comienza a observar un incremento en las operaciones de emisión de deuda por parte de agentes privados. Junto al sector corporativo -hasta ahora, prácticamente el único capaz de acceder a los mercados mayoristas-, la actividad emisora de las entidades financieras se está incrementando de forma significativa.

En concreto, después de la recaída de la emisión de deuda a nivel global del mes de mayo -hasta niveles similares a los de octubre de 2008-, comenzamos a observar un incremento en las operaciones registradas en junio.

La incertidumbre que todavía existe sobre la sostenibilidad de la recuperación económica en un contexto de endurecimiento de las condiciones fiscales y la desconfianza en el seno interbancario están impidiendo que el dinero fluya con normalidad no sólo entre las entidades financieras, sino también desde el circuito interbancario al resto de agentes económicos.

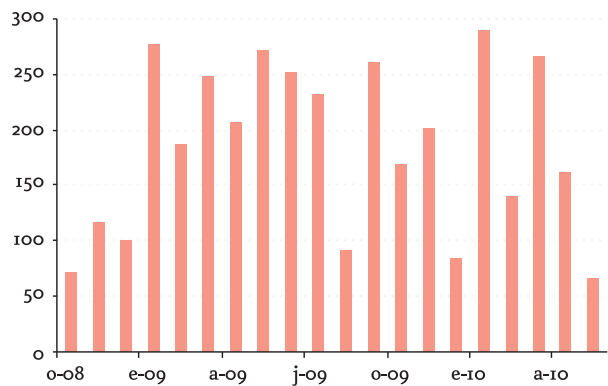
En lugar de ello, las entidades están incrementando el volumen de liquidez que depositan diariamente en el BCE a través de la facilidad marginal de depósito, que ha llegado recientemente a máximos históricos, un ejemplo que ilustra la falta de disposición existente entre las entidades crediticias a prestarse dinero entre ellas. En este contexto, el suministro de liquidez por parte del BCE es un elemento clave para estabilizar los mercados.

Tipos de la deuda pública en diferentes países y a diferentes plazos (%)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

Emisión de eurobonos a nivel global (miles de millones de dólares)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

Inyecciones de liquidez en subastas semanales del BCE (miles de millones de euros)



Fuente: Afi a partir de BCE.



«La idea de un impuesto sobre los bancos es popular, porque en ellos reside el origen de la crisis que ahora debemos pagar entre todos»

¿Qué hacer con los bancos?

Los bancos se han convertido en un problema internacional. Los rescates masivos en la mayoría de los países desarrollados han hecho patente la garantía implícita o explícita de los bancos por sus respectivos Gobiernos. La regulación financiera ha quedado en evidencia en algunos de sus aspectos centrales: se permitió que los bancos funcionaran con demasiado poco capital durante demasiado tiempo; se descansó demasiado en los requisitos de capital como única herramienta de la regulación bancaria, descuidando aspectos tan importantes como una adecuada liquidez; se toleró que una parte creciente de los flujos financieros se canalizara a través del llamado sistema bancario en la sombra, poco o nada regulado; se confió demasiado en la disciplina de mercado, pero fallaron los incentivos; parcelas crecientes del sistema financiero, en fin, adquirieron importancia sistémica, lo que obligó a rescatarlas con dinero público cuando surgieron los problemas.

Los Estados, al asumir la garantía de sus respectivos sistemas bancarios, han sufrido un aumento formidable de su endeudamiento (observado y, lo que es más importante, contingente), que se suma al deterioro cíclico causado por la recesión. Algunos de ellos, especialmente en la zona del euro, se han aproximado preocupantemente a la zona de insostenibilidad de la deuda. Antes de la crisis, se pensaba que la deuda soberana de los países desarrollados tenía un riesgo de crédito muy bajo o nulo; pero ahora ha quedado claro que ni siquiera los Estados tienen capacidad de garantizar ilimitadamente sistemas bancarios cuyos pasivos superan, en muchos casos varias veces, sus PIB respectivos.

Se ha puesto en marcha una reforma profunda de la regulación financiera internacional, que pretende evitar que se repitan errores como los que han generado esta crisis. Se endurecerá la regulación bancaria, lo que supone más

capital, mejor control de los riesgos, supervisión más estricta y, en definitiva, menor rentabilidad del negocio bancario. Al mismo tiempo, se está discutiendo el establecimiento de impuestos sobre la intermediación financiera que cubran esa garantía estatal. La llamada «regla de Volcker», en Estados Unidos, persigue entre otras cosas que los bancos paguen por el dinero que ha costado su rescate. Frente a esta iniciativa, *ex post* y transitoria, la Unión Europea discute una regulación más ambiciosa, que grave la intermediación financiera de manera permanente, a través de un fondo del que se pueda disponer en casos de rescates bancarios en el futuro (aunque algunos países como España ya disponen de un mecanismo similar: el fondo de garantía de depósitos dotado *ex ante* con contribuciones de los bancos). Se habla también de impuestos internacionales sobre las transacciones financieras, del tipo de la «tasa Tobin», que pongan arena en el engranaje de los mercados financieros internacionales y recauden fondos que se pueden utilizar para la ayuda al desarrollo.

La idea de un impuesto sobre los bancos es, qué duda cabe, popular, porque en ellos reside el origen de la crisis que ahora debemos pagar entre todos. Pero no debemos olvidar que un impuesto de ese tipo, sumado a la oleada de regulación financiera que se avecina, encarecerá la intermediación financiera, cuyo coste será soportado, en última instancia, por los ahorradores (en forma de menos remuneración) y los deudores (en forma de créditos más caros y escasos). No debe olvidarse el necesario equilibrio entre una regulación que asegure la solvencia y la necesaria eficiencia del sistema bancario. Y no introduzcamos regulaciones que den por supuesto el rescate de entidades bancarias cada vez que tienen problemas. Parte de la solución pasa por restaurar la disciplina de mercado, lo que exige que los bancos malos quiebren, al menos de vez en cuando ::

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

José Jiménez Jiménez

PRESIDENTE DE ALSUR



Productos vegetales de calidad

José Jiménez Jiménez es empresario agrícola desde 1972, por lo que ha adquirido gran experiencia en cultivos hortofrutícolas, introduciendo la siembra de nuevos cultivos, hasta entonces desconocidos, en la comarca de Antequera, como puerro, apio, etc. En 1988, es nombrado director gerente de Sola de Antequera, compañía de la que es socio fundador, prestando sus servicios, además de los propios de la gerencia, en asesoramiento y seguimiento de cultivos y director de producción. En 2007, se crea una filial de la empresa en Perú, Alsur Perú, de la que es accionista

«El compromiso social rentable ha de ser rentable por sí mismo para garantizar su sostenibilidad»

Los productos vegetales Alsur son hoy sinónimo de calidad gracias a que desde siempre ha existido un firme objetivo empresarial: sembrar, cultivar, recolectar y envasar la mayor parte de su producción en las propias instalaciones. Todo ello gracias a las bondades de un clima idóneo y unas fértiles tierras en pleno corazón de Andalucía: Antequera.

Nazareth Estalayo

Breve historia de la empresa

La empresa se constituyó en el ejercicio 1988, iniciando su actividad en 1989, cuando la familia Jiménez propuso a una serie de agricultores de la zona que apostaran por cultivos alternativos a los tradicionales del trigo y la cebada.

Su actividad principal es la fabricación y comercialización de todo tipo de conservas vegetales, tales como espárragos blancos, pimientos del piquillo, garbanzos, habas, brócoli y un largo etcétera, siendo el producto estrella la haba frita «mini baby». Todos estos productos son cuidadosamente seleccionados y envasados en tarros de cristal o latas de conserva de diferentes tamaños para abarcar mejor las necesidades de cada consumidor. Así pues, entre las ventajas que poseen los

productos de esta empresa, comercializados bajo su propia marca, Alsur, y también como marca blanca destacan su bajo precio, así como la facilidad que supone para el ama de casa la preparación de los mismos. Hoy día, Sola de Antequera es una de las primeras empresas a nivel nacional en conservas vegetales, siendo sus principales proveedores los propios agricultores de la zona. El auge que ha experimentado esta marca se fundamenta en su incuestionable calidad, así como el favorecer múltiples soluciones para resolver con comodidad el problema diario de la comida.

El tamaño de la empresa hace posible economías de escala, por lo que, gracias a sus sistemas de control en los procesos de producción y almacenamiento, cualquier pedido puede ser suministrado en un corto espa-



cio de tiempo, lo que supone una importante ventaja competitiva frente a conserveras de menor tamaño. A lo largo de su trayectoria profesional la empresa ha recibido diferentes distinciones, entre las que cabe destacar el premio Carrefour a la mejor pyme andaluza en el año 2000.

¿Qué gama de productos comercializa en la actualidad?

Hoy en día, Alsur cuenta con una amplia gama de productos en el mercado, que abarca unas 130 referencias, lo que hace que podamos atender una gran ratio del mercado español.

¿Cuáles son los pilares de la estrategia de Alsur?

En primer lugar, la calidad de todas sus materias primas y, en segundo lugar y hoy día el más importante para el mercado, los precios tan competitivos que Alsur en estos momentos tan difíciles está manteniendo.

¿Cuál fue primera su primera experiencia en el extranjero?

Fue en Argentina.

¿Qué motivó esta decisión?

Tener una visión más amplia sobre el futuro de Alsur y, cómo no, ampliar nuestro mercado.

¿Cuáles son sus mercados de referencia fuera de nuestras

fronteras?

En primer lugar, varios países de la Unión Europea y algunos otros como Costa Rica y Chile.

¿Qué factores tuvieron en cuenta a la hora de elegir sus mercados exteriores?

Sobre todo, la seriedad del cliente.

¿Qué porcentaje de sus ingresos se generan en el extranjero?

Está aproximadamente entre un 5 y un 10 % de nuestros ingresos.

¿Cómo se organiza la actividad internacional?

Es gestionada mediante nuestro departamento de comercio exterior.

¿Qué experiencias y enseñanzas positivas ha extraído de los mercados exteriores en los que se encuentran?

La gran aceptación que tienen nuestros productos y al mismo tiempo conocer un poco más sobre los gustos culinarios en estos países.

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

El principal problema es el costo de los aranceles, ya que, hoy por hoy, es alto, y, en cuanto a la estrategia

seguida en España, es diferente, puesto que conoces mejor los gustos en cuanto a la alimentación en el país.

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

Creo que Alsur no tiene hoy en día grandes competidores ni suponen los que existen una amenaza en el mercado, ya que, al ser fabricante de una serie de productos estrella (haba frita, ensalada de pimientos, espárrago triguero, alcachofa y judía verde, entre otras), podemos tener precios más competitivos y una alta calidad.

¿Cuál es la apuesta de Alsur por el I+D? ¿Qué esfuerzos han realizado en este sentido?

Cada día está más presente en nuestra empresa. Durante el año pasado y este, hay prevista una fuerte inversión en automatización de procesos y mejoras.

¿Puede hablarnos de su actual diversificación de productos?

La empresa va diversificando según va exigiendo el mercado y creo que Alsur debe seguir esas exigencias y atender al mayor número posible de clientes.

¿Qué serie de mejoras han introducido en sus productos para potenciar la buena alimentación? ¿Qué tal está siendo la acogida de dichos productos en el mercado?

Sobre todo, los formatos, ya que hoy en día tener el mismo producto en diferentes formatos en el mercado es una forma de ampliar el abanico de consumidores. Este año, Alsur tiene previsto sacar al mercado algunas gamas nuevas y algo especiales de las que ya tendréis noticias.

¿Han introducido recientemente nuevos métodos de producción?

No, las elaboramos artesanalmente como antaño ::

Presentismo y absentismo: dos lastres para la competitividad



Según constatan diferentes informes, la crisis está reduciendo, en la mayoría de los casos, el absentismo laboral, pero aumentando el presentismo, el fenómeno por el cual el empleado está más tiempo presente en su puesto de trabajo, pero ausente de sus funciones. Ambas cuestiones suponen costes sociales y económicos elevados y son fundamentales para incrementar la competitividad de las empresas españolas.

Yolanda Antón

¿Quién no sabe de empresas en las que perdura con arraigo la cultura de la presencialidad, empresas que albergan la creencia de que ver a sus empleados sentados en sus sillas es sinónimo de productividad? Nada más lejos de la realidad, porque los empleados terminan sabiendo que serán reconocidos si se van los últimos y, ayudados por la rutina, postergarán su vuelta a casa.

Se puede estar en la silla alargando la jornada laboral o también se puede estar sin estar, es decir, no cumpliendo en la jornada laboral con las obligaciones estipuladas. Cualquiera de las dos situaciones supone un coste para la empresa.

¿Qué motivos puede tener un empleado para alargar la jornada laboral sin que el trabajo lo justifique? Básicamente dos:

1. Conseguir ingresos adicionales o días libres a cambio de horas trabajadas.
2. Destacar por encima de los demás a los ojos de sus jefes más inmediatos y lograr un reconocimiento al trabajo.

Y ¿por qué estar sin estar? Generalmente, por falta de motivación, por sentimiento de incapacidad, de decepción, lo que puede suponer el comienzo de una baja por ansiedad o estrés.

Los costes sociales que se derivan del presentismo son elevados, ya que dificulta la necesaria conciliación entre vida personal, familiar y laboral y merma la calidad de vida y el rendimiento profesional, pero también tiene costes económicos por las consecuencias de una baja productividad, costes económicos similares a los que se derivan de su opuesto, el absentismo, que llevan a estos dos fenómenos a convertirse en lastres para la competitividad de las empresas españolas.

Aún hay muchas empresas en las que perdura con arraigo la cultura de la presencialidad, que, además, se fomenta por parte de sus gestores: grave error

Es importante definir el absentismo laboral. Se trata del incumplimiento por parte del empleado de la jornada laboral entrando tarde, saliendo antes o no acudiendo al trabajo en una jornada completa o en varias. Enfermedad -normal o profesional-, accidente laboral, licencias legales, maternidad, permisos particulares, ausencias no autorizadas constituyen absentismo laboral, aunque no todas estas cuestiones tienen el mismo tratamiento legal.

Según un reciente informe de Adecco, en España, la tasa de absentismo media de las empresas analizadas alcanza el 5,35%, cifra que se sitúa por encima del promedio europeo (4%), tiene un coste anual por empleado cercano a los 2.500 euros y produce unas pérdidas equivalentes al 1% del PIB.

Parece que los trabajadores con cargas familiares son los que más se ausentan del trabajo, especialmente si son mujeres. La apreciación es distinta cuando no se tienen responsabilidades familiares. En estos casos, las empresas creen que las mujeres se ausentan menos que los hombres.

Aunque, en la mayor parte de los casos, la crisis está causando un recorte del absentismo, en otros se está produciendo el efecto contrario: se falta más al trabajo ante la sensación de sentirse próximo al despido o de ver peligrar el puesto, lo que influye negativamente en la motivación.

El absentismo laboral es un fenómeno sociológico directamente vinculado a la actitud del trabajador y de la sociedad ante el trabajo. Todo lo que propicie una actitud adecuada (integración, satisfacción, motivación, representatividad, etc.) redundará en un menor absentismo y

todo lo que favorece un deterioro de esta actitud redundará en un mayor absentismo (falta de promoción, tareas monótonas y repetitivas, etc.). Lo más importante para reducir el absentismo es analizar y tratar las causas que lo producen para actuar bajo una perspectiva preventiva más que coercitiva.

Lo más importante para reducir el absentismo es analizar y tratar las causas que lo producen para actuar bajo una perspectiva preventiva

Un estricto control de las ausencias es una primera vía de reducción del absentismo. La segunda vendría de la mano del desarrollo de acciones dentro de la política de recursos humanos de la empresa que permitan una mayor flexibilidad al empleado, lo cual le llevará a un mayor compromiso y productividad. La desmotivación es más difícil de tratar, pero se convierte en un elemento fundamental para el éxito de la reducción del absentismo. Es necesario analizar y conocer bien cuáles son las causas que provocan la desmotivación del empleado, qué condiciones lo promueven e intentar actuar en consecuencia con medidas concretas ::



Ahorrar en la factura de las TIC



La ganancia de productividad que obtenemos gracias al uso de las TIC en el entorno empresarial es tan notable que casi nunca nos paramos a pensar en las posibilidades de racionalización y reducción de costes que nos ofrece el mercado. La máxima debería ser: si no lo voy a utilizar, ¿para qué pagarlo?

Álvaro Martín Enríquez

Como tantos otros gastos que consideramos esenciales para el funcionamiento de nuestro negocio, la partida de tecnologías de la información y comunicaciones no suele optimizarse hasta que llegan momentos de gran contención presupuestaria. Solemos priorizar los recortes en gastos discrecionales, como los viajes o las comidas de empresa, pero, a menudo, despreciamos por su menor importe el ahorro recurrente que puede venir de una gestión eficiente de nuestra tecnología.

El primer elemento que nos encontramos al revisar nuestras TIC es el equipamiento o *hardware*, que, en la mayoría de los casos, consta básicamente de ordenadores personales con sus accesorios y de servidores. Los primeros, pese a tratarse de equipos con multitud de usos, están dedicados a la navegación por internet y al trabajo de ofimática en la mayoría de las empresas. Para ejecutar este tipo de programas (como el popular Microsoft Office) a un nivel medio de exigencia, no es necesario disponer de equipos especialmente potentes, por lo que podremos ahorrar si no compramos máquinas que contengan tarjetas gráficas de última generación o

microprocesadores pensados para tareas intensivas en cálculos, por ejemplo.

En cuanto a los servidores, en muchos casos, es difícil dimensionar adecuadamente nuestras necesidades, sobre todo cuando los servicios que ofrecemos (correo electrónico, unidades de red, servicios web a clientes, etc.) pueden requerir incrementar su escala en breves períodos de tiempo. Es por esto que es relativamente habitual tener servidores funcionando a un nivel de carga sensiblemente inferior a su capacidad. Una forma de racionalizar este recurso, que cada día está más en boga, es la virtualización. Esto significa que los servicios se ejecutarán en distintas máquinas virtuales ajustadas a las necesidades de cada uno de ellos, pero que están trabajando en un único equipo físico. De alguna manera, es como compartir simultáneamente las capacidades de un gran ordenador.

Además del menor coste del propio equipamiento, el consumo energético es otra de las vías de reducción de costes que podemos ajustar. La ya mencionada virtualización suele ir acompañada de una reducción significativa del consumo energético, pero hay formas más sencillas de ahorrar, como es

el apagado de los ordenadores personales por la noche o, al menos, de los monitores de aquellos equipos que necesiten estar permanentemente en funcionamiento.

Algunas compañías eléctricas, en colaboración con operadores de telecomunicaciones, trabajan en la creación de medidores inteligentes que optimicen nuestro consumo apagando por nosotros aquello que no estamos utilizando, pero la opción manual parece más factible por el momento.

Otro coste al que hacemos frente es el de las licencias que pagamos por utilizar programas informáticos o *software*. Volviendo al caso de la ofimática, existen alternativas gratuitas y de código abierto, como Open Office, o versiones gratuitas en la nube, como Google Docs; pero, a día de hoy, el ahorro en estos programas lleva aparejado un cambio de forma de trabajar que requiere un cierto esfuerzo de aprendizaje, además de tener algunas limitaciones de uso frente a los programas más utilizados en el mercado.

Por último, quizá merezca la pena revisar las ofertas de comunicaciones que ofrece la competencia, no vaya a ser que estemos pagando más de la cuenta por pura comodidad o costumbre ::

El modelo de franquicia como alternativa en tiempos de crisis

El contexto de contracción económica actual supone una oportunidad para todos aquellos modelos de negocio que mitigan los riesgos asumidos y minimizan la inversión. El sector de la franquicia ha demostrado ser una alternativa viable en tiempos de crisis gracias al reparto de riesgos y a la explotación de marcas ya consolidadas en el mercado.

Guillermo Crespo



EVOLUCIÓN DEL SECTOR DE LA FRANQUICIA

En 2009, el número de franquicias ha crecido en España, postulándose como un modelo de negocio refugio en tiempos de crisis. Al finalizar el año 2009, existían en España 1.019 empresas, que habían optado por el sistema de franquicia para el desarrollo de su negocio, un 5,3% más que en 2008.

El incremento en el número de marcas franquiciadas se produce en un contexto de deterioro en la facturación global del sector (-8,6%) y del número de establecimientos (-5,9%), que se ha traducido en una menor inversión en el sector (-6%).

Una de las razones que ha propiciado la utilización del modelo de franquicia en el contexto actual es el aumento del desempleo, ya que gran par-

te de este colectivo busca mejorar su situación profesional convirtiéndose en emprendedor con un negocio propio. Si a esto se añade que las necesidades de inversión en una franquicia suelen ser más reducidas que las que requiere la puesta en marcha de un negocio bajo el modelo tradicional y que los riesgos que se asumen son inferiores, el sistema de franquicias se configura como una alternativa atractiva.

El sistema de franquicias se fundamenta en la idea de colaboración mutua entre franquiciador y franquiciado y se traduce en un reparto de riesgos

La utilización de franquicia es mayor de cara a la expansión internacional de las compañías. En 2009, el número de enseñas españolas en el extranjero se mantuvo en 210. Sin embargo, su presencia se amplió a dos países nuevos (lo que supuso alcanzar 108 países) y el número de establecimientos en el exterior creció un 25,1%, llegando a 10.135, según datos de la Asociación Española de Franquiciadores (AEF).

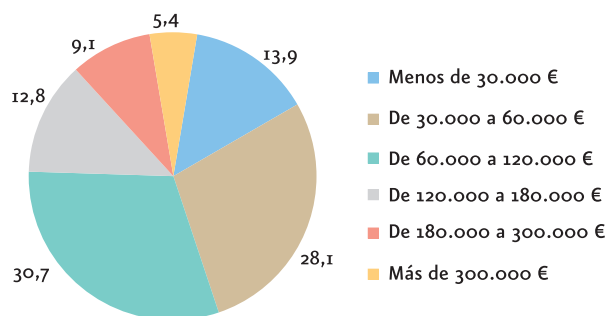
FUNCIONAMIENTO DEL MODELO DE FRANQUICIA

La Federación Europea de la Franquicia define esta figura como:

«(...) un sistema de colaboración entre dos empresas jurídicamente independientes, ligadas por un contrato a través del cual una de ellas, el franquiciador, concede a otra, el franquiciado, el derecho de explotar en unas condiciones preestablecidas y bien determinadas, un negocio concreto (marca, fórmula comercial, producción...) materializado con un emblema específico, con carácter exclusivo dentro de un determinado ámbito geográfico y asegurando la prestación de una ayuda y unos servicios regulares, necesarios para llevar a cabo la explotación».

El sistema de franquicias es un modelo de explotación económica en el que el franquiciado adquiere el derecho a explotar una marca ya consolidada en el mercado y a recibir asistencia y formación por parte del franquiciador, mientras que este último recibe un porcentaje sobre las ventas, el beneficio o cualquier otro tipo de *royalty*.

Franquicias por volumen de inversión (%)



Fuente: Situación actual de la franquicia en España. Tormo & Asociados.

VENTAJAS E INCONVENIENTES PARA FRANQUICIADOR Y FRANQUICIADO

La principal ventaja del modelo de franquicia es que permite al franquiciado la posibilidad de instalar su propio negocio a través de una marca o idea ya probada y consolidada en el mercado cuyo riesgo de negocio, por tanto, es menor.

Además, las necesidades de inversión en este tipo de negocios son reducidas en relación con el modelo de creación de una empresa tradicional. La inversión necesaria para introducirse en una franquicia difiere en función del sector, tipo de negocio, marca, etc. Sin embargo, y según datos de 2009, el 72% de las enseñas requieren una inversión inferior a los 120.000 euros. Cabe destacar que, en muchos casos, es el propio franquiciador quien facilita las condiciones de financiación de la inversión, agilizando aún más el proceso de apertura de una franquicia.

El franquiciado se beneficia también del *know-how* (experiencia y saber hacer) del franquiciador, recibe asistencia y formación en diversas áreas y se integra en una red con fuertes economías de escala (distribución, publicidad, etc.).

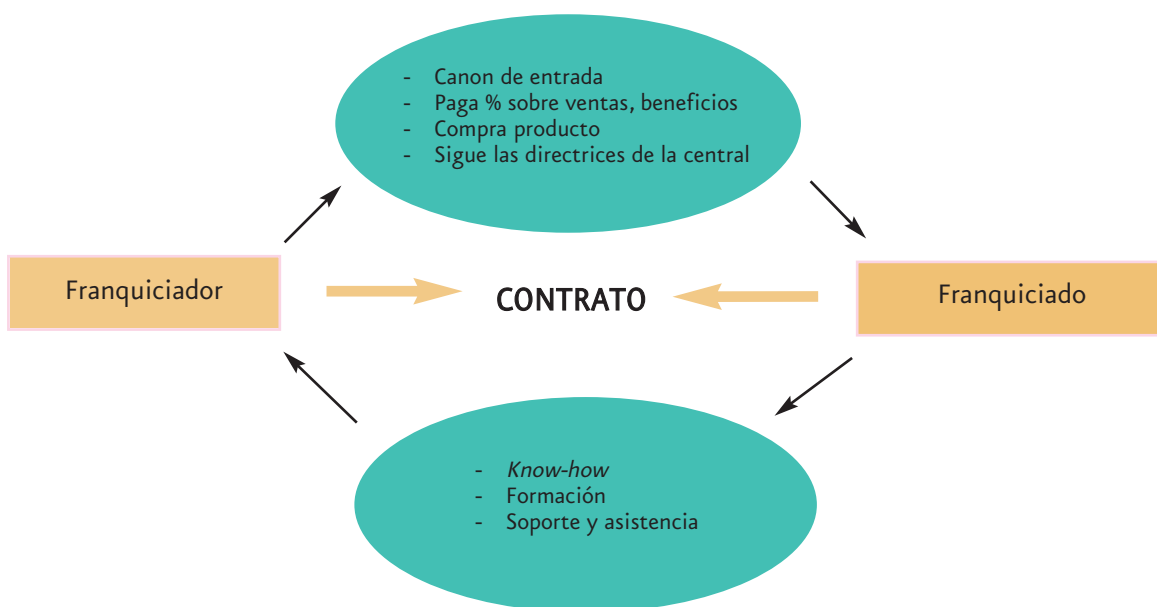
Sin embargo, a cambio de estas ventajas, el franquiciado asume una serie de inconvenientes, como la percepción de un menor beneficio (ya que una parte de éste o de las ventas se destina a retribuir al propietario de la red de franquicias), exclusividad en la relación comer-

EL SECTOR DE LA FRANQUICIA EN ESPAÑA

Año	Enseñas	Establecimientos	Facturación global (millones €)	Inversión global (millones €)
2004	810	56.131	15.935	5.030
2005	900	61.561	17.233	5.661
2006	966	65.889	19.233	6.360
2007	903	68.377	20.301	6.998
2008	968	69.081	20.869	7.273
2009	1.019	65.026	19.081	6.833

Fuente: Situación actual de la franquicia en España. Tormo & Asociados.

ESQUEMA GENERAL DE UNA FRANQUICIA



Fuente: elaboración propia.

MODELO DE NEGOCIO DE LA FRANQUICIA: SERVICIOS PERCIBIDOS POR LOS FRANQUICIADOS

Servicios	Porcentaje
Contables	48,70
Fiscal	41,00
Comerciales	79,00
Gestión de pedidos	69,60
Merchandising	62,10
Publicidad y promoción	82,10
Apertura	80,80

Fuente: Secretaría de Estado de Comercio.

cial y falta de flexibilidad para organizar su propio negocio (ya que estará supeditado a las directrices y normas establecidas por el franquiciador).

Desde el punto de vista del propietario de la franquicia, este sistema le permite establecer una amplia red comercial sin necesidad de realizar grandes inversiones. De esta manera, reduce costes, gana cuota de mercado y obtiene un crecimiento rápido y diversificado geográficamente. La escasa inversión necesaria para la expansión del negocio es una de las principales ventajas de este modelo comercial en momentos de recesión económica.

La franquicia es un modelo de negocio que mitiga los riesgos y reduce la inversión necesaria por parte del empresario

Las ventajas mencionadas hacen que este sistema sea el elegido por muchas marcas y empresas españolas para expandirse internacionalmente. Países como Portugal, México, Francia e Italia son los lugares de mayor éxito para las franquicias españolas.

A cambio de reducir el riesgo y las inversiones, el franquiciador también cede parte del beneficio potencial que podría obtener si llevase a cabo la expansión comercial por su cuenta y con sus propios recursos. Por este motivo, cada vez está teniendo mayor acogida el modelo mixto, es decir, aquel en el que el propietario de la marca cuenta con su red de tiendas o sucursales en propiedad y otra serie de establecimientos en régimen de franquicia. Ejemplos de este modelo mixto lo encontramos en marcas como Día, Orange, Fotoprix, Vodafone, Adolfo Domínguez o Neck & Neck.

Otra alternativa es la conversión de tiendas propias en franquicias. De este modo, la empresa propietaria de la marca obtiene recursos (a través de los cánones de entrada o la inversión inicial) y sigue percibiendo una rentabilidad. Empresas como Musgrove (sector alimentación) han optado por este sistema.

Una acción más agresiva, que están realizando grandes grupos empresariales como Mango, es incorporar franquiciados de otras enseñas de moda con locales ya abiertos al público, pero que están descontentos con su actual casa matriz, de manera que, además de aumentar su red comercial, consigue disminuir los establecimientos de la competencia.

Un aspecto fundamental que han de tener en cuenta los franquiciadores es que el continuo soporte de la central de la red de franquicias es la clave para mantener el éxito del modelo. El propietario de la red de franquicias debe mantener sistemas de formación continua, reciclaje, supervisión y control, asegurando que la calidad y adaptación del negocio siempre sea óptima ::

Recuperación del IVA de morosos



Paula Ameijeiras

Dentro de los estímulos para la actividad empresarial aprobados por el Gobierno, se encuentra la simplificación de los requisitos necesarios para recuperar el IVA (también el IGIC) en el caso de créditos incobrables.

La Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del IVA (LIVA) regula en el artículo 8o dos supuestos de modificación de la base imponible en caso de impago de las cuotas de IVA repercutidas:

1. Operaciones con empresarios o profesionales incursos en procedimientos judiciales de declaración de concurso y bajo determinadas circunstancias.

Se ha procedido a la simplificación de los requisitos para recuperar el impuesto sobre el valor añadido en el caso de créditos incobrables

2. Operaciones sujetas que resulten, total o parcialmente, incobrables, sin que necesariamente el deudor esté inmerso en un procedimiento de declaración de concurso, para las que el artículo 7 del Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo, ha introducido novedades que a continuación detallaremos¹.

Por tanto, los requisitos exigidos en 2010 por la norma para recuperar el IVA en el caso de facturas incobrables han pasado a ser los siguientes:

a) Que el destinatario de las operaciones sea un empresario o profesional o, en otro caso, que la base imponible, sin incluir el IVA, sea superior a 300 euros.

b) Que haya transcurrido un año desde el devengo del impuesto repercutido sin que se haya obtenido el cobro de toda o parte del crédito derivado del mismo y dicha circunstancia haya quedado reflejada en los libros registro de IVA. Cuando el titular del derecho de crédito cuya base imponible se pretende reducir sea un empresario o profesional cuyo volumen de operaciones no hubiese excedido durante el año natural inmediato anterior de 6.010.121,04 euros (es decir, que no tengan la condición de gran empresa), el plazo de un año será de seis meses.

c) Que el sujeto pasivo haya instado su cobro mediante reclamación judicial al deudor o por medio de requerimiento notarial al mismo, incluso cuando se trate de créditos afianzados por entes públicos.

d) Que la modificación se efectúe en el plazo de los tres meses siguientes a la finalización del plazo de un año-seis meses desde el devengo de la operación.

En conclusión, estos cambios, además de simplificar el procedimiento, han reducido el plazo de tiempo global desde los 16 meses anteriores (12 de espera, tres para

modificar la factura y uno para efectuar la comunicación a la AEAT), a los 10 meses actuales (seis de espera, tres para modificar la factura y uno para efectuar la comunicación).

La escasez del crédito actual y el elevado déficit otorgan especial importancia a la cuestión aquí analizada, ya que, consideraciones fiscales aparte, la tesorería es hoy un factor clave en todas las empresas

Por último, no podemos concluir esta exposición sin mencionar lo dispuesto en la disposición transitoria primera del real decreto analizado, que, en el caso de empresas o profesionales de reducida dimensión que sean titulares de créditos total o parcialmente incobrables correspondientes a cuotas repercutidas por la realización de operaciones gravadas para los que, al 14 de abril del 2010, hubiesen transcurrido más de seis meses, pero menos de un año y tres meses desde el devengo del impuesto, establece que podrán proceder a la reducción de la base imponible en el plazo de los tres meses siguientes a la fecha indicada, esto es, hasta el 14 de julio 2010, siempre que concurran el resto de requisitos previamente mencionados ::

¹ De forma equivalente, y con el mismo objetivo, en el artículo 8 se reforma la Ley 20/1991, de 7 de junio, de modificación de los aspectos fiscales del régimen económico fiscal de Canarias.



«Ello no debería impedir que nuestra economía mantuviese un pulso permanente para ganar competitividad»

Mar de fondo en aguas estancadas

La economía global no se para. Aunque la economía española se encuentre en estos momentos relanzando apenas su nivel de actividad y apuntalando el empleo gracias a la estacionalidad de los meses estivales, lo cierto es que sus perspectivas de crecimiento en el futuro inmediato son muy modestas y han de enmarcarse en el contexto de planes muy severos de consolidación fiscal. Ello no debería impedir que nuestra economía mantuviese un pulso permanente para ganar competitividad.

No deberíamos quedarnos tan parados como nos estarán revelando los principales indicadores macroeconómicos que iremos viendo en los próximos trimestres. Hay muchas formas de agitar las aguas profundas de un estancaje cuya superficie se muestre aparentemente calma.

Tomemos uno de los indicadores más susceptibles de moverse muy poco en los próximos tiempos: la tasa de paro. Tendemos a pensar que el movimiento en el mercado de trabajo se reduce a las variaciones del empleo o a las del número de parados. Craso error. Por debajo de esta superficie, hay unos intensísimos movimientos de entradas y salidas en las diferentes situaciones cuyos saldos en un período de tiempo determinado son la foto fija que nos muestra la EPA cada trimestre, pero que pueden implicar a muchos cientos de miles de individuos en cada uno de esos períodos de tiempo.

No cabe duda de que es mucho mejor una tasa de paro dada con una gran fluidez de entradas y salidas que esa misma tasa de paro con una fluidez mucho menor, que se traduciría, entre otras cosas, en un aumento del desempleo de larga duración. Cuanta más fluidez, menor es la duración de los episodios de desempleo, aunque más personas transiten por dicha situación. Más pronto que tarde, la escasa fluidez de las transiciones funda-

mentales del mercado de trabajo acaba haciendo aumentar la tasa de paro.

Pues bien, lo mismo sucede con muchos otros indicadores de variables fondo a fecha fija, como el número de empresas, la riqueza acumulada por los agentes económicos, el *stock* de capital de las empresas, el número de hogares, etc. Sus niveles en un momento dado y su variación en un período de tiempo dado pueden estar ocultando intensísimos flujos que se cancelan entre sí o flujos más modestos con los mismos efectos netos.

Viene todo esto a cuento en relación con lo que decía antes de que conviene no perder el pulso de la competitividad estructural mientras se lleva a cabo la consolidación fiscal y transitamos por un período de bajo crecimiento, con reducción de salarios, precios, márgenes, etc. Para eso sirven, precisamente, las reformas estructurales. Estas reformas no van a hacer subir el nivel de empleo o de la actividad inmediatamente, pero van a provocar corrientes de fondo que, a la postre, produzcan ese resultado de manera duradera.

Esas corrientes de fondo consistirán en episodios más breves de desempleo y, por lo tanto, mayor fluidez en el ajuste de plantillas, tanto a la baja como al alza, o en destrucción de empresas inviables, que sea compensada por la creación de otras más innovadoras, mejor capitalizadas o gestionadas, o en el reequilibrio energético, de los transportes, las finanzas, las prestaciones sociales, etc. En suma, para que los niveles planos que presentará nuestra economía en los próximos años puedan elevarse a mejores cotas de desempeño en el futuro, es preciso agitar los comportamientos de entrada y salida de los diferentes ámbitos que la forman. Ése es el propósito de las reformas estructurales. Por eso están siempre indicadas y, especialmente, en tiempos como el presente, aunque sus efectos no sean inmediatos ::

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

Interauto 2010

Del 25 al 29 de agosto de 2010, tendrá lugar en el recinto ferial Crocus Expo de Moscú (Rusia) la feria internacional Interauto, dedicada al sector del automóvil, sus componentes y accesorios. Esta feria cuenta con periodicidad anual en Rusia y es de carácter exclusivamente profesional

Esta es la primera vez que ICEX organiza su participación en esta feria, sustituyendo a la MIMS (Auto-mechanika Moscú), dado el escaso éxito cosechado por esta última feria en los últimos años.

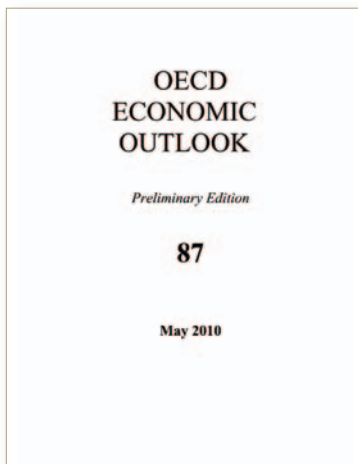
El sector de equipamiento de automoción es muy importante dentro de la economía rusa, además de contar con un enorme potencial de crecimiento. Esto hace que el evento atraiga a las más importantes empresas del sector en Rusia. Es destacable que, además, en el mismo recinto y al mismo tiempo, se celebrará la feria del Salón del Automóvil, que se celebra bienalmente y que es concurrida por muchos profesionales del sector.

Los diferentes sectores que estarán representados en la feria son: componentes de automoción, piezas de repuesto, electrónica del automóvil; sistemas de seguridad; productos del cuidado de coche, lacas, pinturas, aceites y lubricantes; equipo de servicio de garaje, llantas, discos, de repuestos.

InterAuto 2010 es una plataforma perfecta desde la que obtener una perspectiva de nuevos productos, desde donde poder evaluar las tendencias del mercado así como establecer asociaciones duraderas y rentables comercialmente.

En la anterior edición, el número de expositores ascendió a 670, en los que hubo representación de 17 países, y 200.000 visitantes profesionales estuvieron presentes en la feria, además de 700 periodistas ::

	LUGAR	FECHA	ORGANIZA
FERIAS CON PABELLÓN OFICIAL			
FACIM 2010 Sector: agroalimentación, maquinaria y material eléctrico	Maputo (Mozambique)	Del 30 de agosto al 5 de septiembre	Contacto: ICEX Tlf: 902 349 000 E-mail: informacion@icex.es
CPM (Collection Première Moscow II) Sectores: moda	Moscú (Rusia)	Del 6 al 9 de septiembre	Contacto: ICEX Tlf: 902 349 000 E-mail: informacion@icex.es
Festival de Cine de Toronto 2010 Sectores: cine y artes audiovisuales	Toronto (Canadá)	Del 9 al 18 de septiembre	Contacto: ICEX Tlf: 902 349 000 E-mail: informacion@icex.es
OTRAS FERIAS			
Print Technology 2010 Sector: maquinaria de imprenta y embalaje	Kuala Lumpur (Malasia)	Del 6 al 8 de agosto	Contacto: Kaizer Exhibitions & Conferences Sdn Bhd Tlf: 603-6275 1088 Correo electrónico: enquiries@kaizer.com.my
PLASA 2010 Sector: tecnologías para la industria del entretenimiento	Londres (Reino Unido)	Del 12 al 15 de septiembre	Contacto: Plasa Show Tlf: +44 (0) 20 7370 8665 Correo electrónico: info@plasashow.com
MISIONES COMERCIALES Y PARTICIPACIONES AGRUPADAS			
Misión comercial directa a Malasia Sectores: maquinaria y material eléctrico	Kuala Lumpur (Malasia)	Del 6 al 10 de septiembre	Asociación de Fabricantes de Material Eléctrico (AFME) Tlf: 93 405 07 25 E-mail: alex.soriano@afme.es
Misión comercial directa a Brasil Sector: electrónica, tecnologías de la información y las telecomunicaciones	Brasil	Del 20 al 24 de septiembre	Asociación de Empresas de Electrónica, Tecnologías de la Información y Telecomunicaciones de España (AETIC) Tlf: 91 590 23 00 E-mail: comex@aetic.es
Misión comercial directa a México Sectores: música	México D. F.	Del 22 al 24 de septiembre	ICEX Tlf: 91 349 19 87 E-mail: leticia.quintanilla@icex.es
OTRAS ACTIVIDADES			
Spain Gourmet Fair 2010 Sectores: alimentación y vinos	Tokio (Japón)	Del 15 al 16 de septiembre	ICEX, la Oficina Económica y Comercial de la Embajada de España en Tokio, con la colaboración de la Cámara de Comercio de La Coruña Tlf: +81 3 5576 0431 E-mail: tokio@comercio.mityc.es
Encuentro productores London Spanish Film Festival 2010 Sectores: cine	Londres (Reino Unido)	Del 24 de septiembre al 7 de octubre	ICEX Tlf: 91 349 19 86 E-mail: javier.martinez@icex.es



OECD ECONOMIC OUTLOOK, N° 87

OECD, mayo 2010 | www.oecd.org

Las previsiones de la OCDE en su último informe para España son que el PIB caerá el 0,2% este año, mientras que, en 2011, tendrá un crecimiento del 0,9%. El retroceso de 2010 es una décima menos que el que la propia OCDE había calculado en noviembre. Pero las cifras de España se quedan por debajo de las del conjunto de la zona euro, revisadas al alza por la OCDE, que ha dejado el aumento esperado del PIB en el 1,2% para 2010 y en el 1,8% en 2011.

En cuanto a Europa, los signos de recuperación económica son más favorables que a finales de 2009, aunque se queda también en el furgón de cola de la OCDE por la desconfianza sobre sus finanzas públicas y porque no aprovecha, como EEUU y Japón, el tirón de los países emergentes. Estados Unidos ofrece la mejor cara de la OCDE, ya que se espera una expansión de su PIB del 3,2%, este año y el próximo, mientras que Japón crecerá un 3% este año (1,2 puntos más de lo previsto en noviembre) y un 2% en 2011, tras el retroceso del 5,3% en 2009.

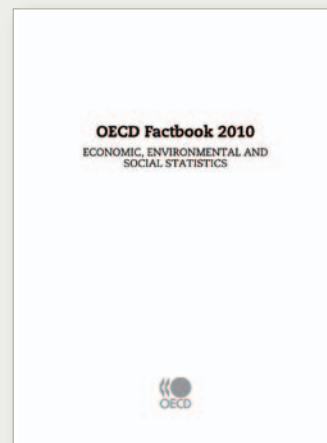
El conjunto de los países de la OCDE aumentarán su PIB un 2,7% este año, ocho décimas más de lo augurado en noviembre, y, en 2011, la progresión será del 2,8%, en un contexto de expansión mundial del 4,75% durante este ejercicio y el próximo.

Su advertencia es que los riesgos que pesan sobre la recuperación global son ahora más elevados que en noviembre, debido a la magnitud de los flujos de capitales en los mercados emergentes y a la inestabilidad de los mercados de deuda ::

OECD FACTBOOK 2010

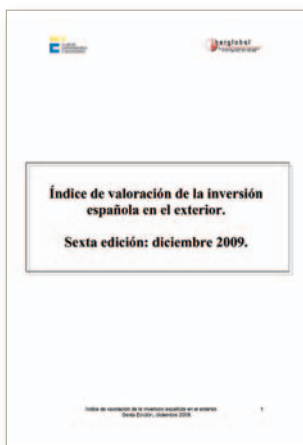
OECD, 2010 | www.oecd.org

Esta es la sexta edición del *Factbook*, el anuario de estadísticas más completo de la OCDE. Más de 100 indicadores que abarcan una amplia variedad de áreas: población, producción económica, comercio exterior e inversión, energía, fuerza laboral, información y comunicaciones, finanzas públicas, innovación, medio ambiente, asistencia del extranjero, agricultura, impuestos, educación, salud y calidad de vida. Este año, el *Factbook* dedica un capítulo especial a la crisis y su evolución. Los datos corresponden a los países miembros de la OCDE y presentan totales por área. Pero también en esta edición, se tratan en detalle más países que nunca, lo que permite la comparación directa de muchos indicadores de la OCDE entre los miembros y Brasil, China, India, Indonesia, Rusia y Sudáfrica ::



ÍNDICE DE VALORACIÓN DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR

Club de Exportadores e Inversores e Iberglobal, 2010 | www.berglobal.com



Edición 2010 del *Índice de valoración de la inversión española en el exterior*, que parte de una encuesta realizada a empresas españolas que, en esta sexta edición, representan cerca del 40% del stock acumulado de inversión española en el exterior. Realiza un análisis de 668 variables y sus principales conclusiones son:

1. Las más altas valoraciones las reciben, por este orden, la UE, Canadá y EEUU, aunque destaca que la preferencia por estos destinos pierde fuerza respecto a ediciones anteriores.
2. Dentro de Iberoamérica, las preferencias españolas son Chile, Brasil y México, que superan, claramente, otros destinos tradicionalmente más importantes de la inversión española como es el caso de Argentina. Asimismo, es importante destacar la pujanza relativa que, en la presente edición, muestran dos países latinoamericanos como son Perú y Colombia.

3. Los países del norte de África no se consolidan como una alternativa sólida para la inversión exterior española, aunque en el caso de Marruecos se pone de manifiesto una clara tendencia al alza en su nivel global de valoración.

4. En cuando a la zona asiática, es posible que estemos asistiendo a un cambio en la estructura de prioridades geográficas de la inversión española en el exterior, de manera que sea Asia quien tome el testigo de la OCDE como destino preferente.

5. La valoración de España en el mundo aumenta, se incrementa en todos los países considerados, con las significativas excepciones de Bolivia, Venezuela y Argentina. Es relevante el incremento en el caso de China y el alto nivel que alcanza en la UE ::

Marruecos: intensificación del comercio electrónico

El mercado marroquí ha registrado un incremento del comercio electrónico en el primer trimestre de 2010. Las transacciones realizadas a través de internet aumentaron un 31% en relación con el último trimestre del año pasado y los pagos con tarjeta de crédito lo hicieron en un 25%, hasta situarse por encima de los 4,7 millones de euros (52,9 millones de dirhams). Esta intensificación de las transacciones comerciales realizadas por medios electrónicos responde a la mayor seguridad con la que se pueden hacer los pagos *on line* y por la mayor simplicidad de los interfaces de las páginas web ::



Buen comportamiento exterior de la industria de la sanidad y nutrición animal



El sector de sanidad y nutrición animal español goza de una buena imagen y destacada posición internacional. Su facturación global en 2009 se situó algo por encima de los 975 millones de euros, de los cuales 250 millones correspondieron a ventas exteriores (aproximadamente, un 6,8% superiores a las del año anterior). España es el séptimo principal exportador del mundo en este sector, situándose también en los primeros puestos en términos de producción.

Las empresas españolas de la industria de sanidad y alimentación animal exportan a más de 80 países, en algunos de los cuales también están establecidas mediante *joint ventures* y filiales. El principal destino de las exportaciones españolas de dicha industria es la UE. Un elevado porcentaje (80%) de las ventas

exteriores de vacuno para uso veterinario realizadas durante 2009 se destinaron a la UE-27, sobre todo a los Países Bajos, Francia y Reino Unido.

Los aspectos más destacados para garantizar la competitividad del sector, también en los mercados exteriores, descansan en la apuesta por la tecnología, la I+D+i, así como en la puntualidad de los suministros y el control de costes. Actualmente, las líneas estratégicas seguidas por las empresas del sector apuntan hacia la integración vertical, incrementando el valor añadido de su oferta, a la vez que hacia una producción más especializada, tecnológicamente más intensiva, buscando un posicionamiento como socio estratégico más que como mero suministrador de componentes ::

Cambios regulatorios para la inversión extranjera en China

El Consejo Estatal chino presentó el pasado mes de abril nuevas medidas de regulación de la inversión exterior, tendentes a promover un aumento de las inversiones de capital extranjero en industrias de nuevas tecnologías y en las áreas de servicios, ahorro energético y protección medioambiental. China incentivará la capta-

ción de inversión extranjera en proyectos empresariales intensivos en mano de obra que sean respetuosos con el medio ambiente y que, además, se desarrollen sobre todo en las regiones del centro y oeste del país. Por el contrario, las autoridades chinas no ofrecerán apoyo alguno a aquellos proyectos de inversión en industrias que presen-

tan sobrecapacidad ni los que pueden conllevar algún daño al medio ambiente.

Las nuevas medidas regulatorias incitan el establecimiento de sedes regionales, centros de I+D, de administración financiera y otros centros de operaciones, por parte de las empresas multinacionales que desean desarrollar su actividad en este país asiático. Además, las importaciones de centros de I+D que poseen fondos extranjeros se beneficiarán de ciertos incentivos fiscales. Así, dichas importaciones estarán exentas de aranceles, del impuesto sobre el valor añadido y de impuestos sobre bienes y servicios hasta final de 2010 ::



COMSA EMTE entra en EEUU y potencia su negocio internacional



COMSA EMTE, la octava constructora española y el segundo grupo no cotizado del sector con una facturación de 2.083 millones en 2009, apostará por las concesiones y el negocio internacional como vía para sortear la crisis y las restricciones en obra pública que vive el sector de construcción en España.

La compañía genera actualmente el 13% de sus ingresos en mercados internacionales. El objetivo es que, en cinco años, facturen en el exterior el 40% del negocio. La sociedad constructora se centrará en países como EEUU, Brasil, Argentina, Francia, China o Polonia.

Concretamente, COMSA acaba de instalar en EEUU a un equipo de profesionales para estudiar las licen-

taciones que surjan en el ámbito ferroviario. La compañía pretende así beneficiarse de los planes de impulso a la alta velocidad ferroviaria del Gobierno de EEUU. En este sentido, la compañía no descarta la adquisición de alguna empresa ya posicionada en este mercado.

La compañía constructora tiene intereses en Brasil y, actualmente, está estudiando incorporarse a un consorcio para pujar por el contrato de construcción del AVE entre Sao Paulo y Río de Janeiro. Este proyecto dotaría de visibilidad a la empresa y aumentaría de un modo importante su cifra de negocios, ya que está valorado en unos 9.000 millones de euros. En América Latina, COMSA ha manifestado intereses comerciales en Venezuela y Ecuador ::

Bodegas Riojanas se instala en EEUU para potenciar sus exportaciones

La compañía vinícola Bodegas Riojanas ha creado una empresa en EEUU, Bodegas Riojanas USA Corporation, con el objetivo de potenciar sus exportaciones.

EEUU se considera un mercado estratégico para las exportaciones de vinos españoles, en general, y de Rioja, en particular, ya que se convertirá en un futuro próximo en el principal consumidor de vino del mundo.

Estas buenas perspectivas y la positiva valoración que tienen los vinos españoles en EEUU han llevado a Bodegas Riojanas a centrar par-

te de sus esfuerzos comerciales en el país. Actualmente, la filial de la empresa se encuentra en New Jersey y cuenta con equipo de tres personas, que podría incrementarse con el éxito de la nueva iniciativa.

La crisis económica y el descenso global en el precio del vino han provocado que la facturación del grupo disminuyera en 2009 un 9,5%, hasta los 13,5 millones de euros, a pesar de que el volumen de comercialización se ha mantenido estable (3,7 millones de botellas). El resultado bruto de explotación (EBITDA) se redujo un 17%. La

Aumento del 25% del comercio mundial en el primer trimestre de 2010

Los flujos comerciales internacionales de mercancías aumentaron, en términos interanuales y en dólares estadounidenses corrientes, en torno a un 25% en el primer trimestre del año, de acuerdo con los datos de la Organización Mundial del Comercio (OMC). Dicho aumento es el resultado de un crecimiento de las exportaciones e importaciones mundiales del 27 y 24%, respectivamente. Además, el principal repunte del comercio mundial de mercancías se ha dado en marzo, ya que, en los dos primeros meses de 2010, los flujos comerciales se habían reducido.

La demanda asiática y los precios de los productos básicos han favorecido las exportaciones de Oriente Medio, África y la Comunidad de Estados Independientes, permitiendo, según la OMC, un incremento de las mismas por encima del 50% en relación con los tres primeros meses del año pasado ::



compañía espera que la apertura de nuevos mercados compense estos descensos y las cifras de la empresa se incrementen en los próximos ejercicios ::

PROGENIKA, tecnología sanitaria pionera en Oriente Medio

La empresa vasca de biotecnología Progenika continúa con su expansión internacional y recientemente se ha instalado en Kuwait tras firmar un acuerdo con el Banco Nacional de Sangre de ese país para dotarle de una tecnología que asegura la compatibilidad de las transfusiones sanguíneas entre el donante y el receptor. Se trata de un sistema desarrollado por la empresa vasca que ya se utiliza en los principales bancos de sangre de España, Europa y Oriente Medio.

La empresa vasca utiliza una innovadora tecnología (*bloodchips*), que permite seleccionar al donante más adecuado para una transfu-

sión sanguínea y ofrecer la máxima seguridad al paciente. Con la entrada en Kuwait, Progenika se ha convertido en la primera empresa española de medicina personalizada que se instala en dicho país, un mercado con una alta capacidad adquisitiva y con un fuerte potencial para este tipo de tecnología.

El grupo Progenika cuenta actualmente con una plantilla de 145 personas y una facturación de 14 millones de euros. Además, la empresa tiene centros de desarrollo y producción en Vizcaya y en Massachusetts y también oficinas comerciales en los Emiratos Árabes, Londres y Madrid ::



ActionsData ofrecerá servicios de marketing en Portugal y Marruecos

La empresa española especializada en servicios avanzados de marketing y gestión de clientes ha presentado un ambicioso plan de desarrollo internacional. Este proceso se iniciará en Portugal y Marruecos, países en los que la empresa abrirá distintas delegaciones. Además, la compañía ha creado un equipo de expansión internacional.



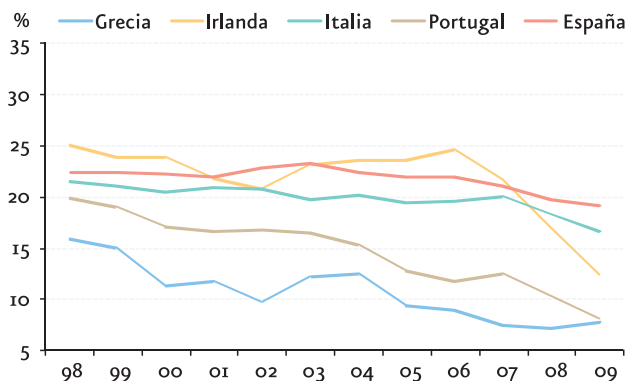
Con la implantación de la empresa en Portugal, ActionsData busca beneficiarse de la necesidad de muchas empresas que gestionan su negocio a nivel ibérico y que requieren que su proveedor de servicios de marketing tenga presencia tanto en España como en Portugal. De esta manera, ActionsData logrará proporcionar sus servicios en el negocio ibérico de una manera global y será una de sus fortalezas frente a la competencia.

En cuanto a Marruecos, el país ha sido elegido por el alto potencial que presenta tras su reciente y progresivo proceso de apertura exterior. A pesar de que en dicho país la empresa ya cuenta con proyectos concretos, el objetivo es generar negocio propio local y aprovechar las oportunidades que se presenten en los próximos años ::

Menos deuda exige más ahorro

Sara Baliña

Tasa de ahorro nacional
(% del PIB)

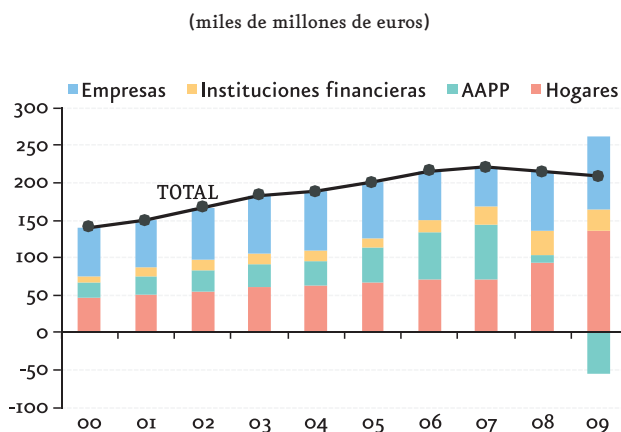


Fuente: Afi a partir de AMECO.

En los últimos años de expansión, se ha ido arraigando la falsa creencia de que el sector privado en España y, en concreto, los hogares no ahorran. Con el consumo creciendo en media al 3,5% anual, la tasa de inversión rebasando la cota del 30% del PIB y la ratio de endeudamiento privado incrementándose hasta casi alcanzar los dos billones de euros, la conclusión podía haber sido ésta.

Sin embargo, la tasa de ahorro nacional de la economía española se ha mantenido muy estable desde principios de la presente década, oscilando en un intervalo estrecho del 21-22% del PIB, en media, superior al de economías europeas de su entorno, que, a día de hoy, están siendo objeto de comparación aun cuando muchas de sus variables estructurales, incluida ésta, poco tienen que ver. El saneamiento progresivo de las finanzas públicas ha contribuido a esta dinámica, sobre todo en los años inmediatamente anteriores al inicio de la crisis, pero ha sido, sin duda, la aportación de hogares y empresas lo que ha dado soporte al agregado. Baste con decir que el ahorro bruto de las familias relati-

Ahorro bruto en España por sector institucional
(miles de millones de euros)



Fuente: Afi a partir de INE.

vizado por su renta disponible se mantuvo en los años de mejor comportamiento del consumo en tasas del 10%. A cierre de 2009, casi se había duplicado, con las empresas registrando un comportamiento similar.

Y es que, contra todo pronóstico, el volumen de ahorro nacional apenas se ha visto reducido en un año como el pasado, en el que el déficit público se situó en el 11% del PIB. ¿Quién completa el círculo? Los niveles extraordinarios, y difícilmente repetibles en los dos próximos años, de ahorro del sector privado. Su implicación directa es negativa: más ahorro, menos gasto. A medio plazo, la derivada pasa por una corrección de los niveles desmesurados de endeudamiento heredados de los años de bonanza. Y lo que es más: en un momento en el que cada vez son más los interrogantes sobre la capacidad de financiación de los Estados, el contar con una base de ahorro nacional sólida constituye una fuente de demanda para el papel público que tener en cuenta y un elemento diferencial frente a otras economías como la griega o la portuguesa, con elevada dependencia del inversor internacional ::

Resumen mensual José Fraile

DEUDA

El castigo sobre la deuda soberana de la periferia europea, que tuvo lugar en el mes de junio, afectó a la deuda española en todos sus plazos. Así, los tipos de interés de la deuda española han repuntado en las últimas sesiones en todos sus plazos, pero de nuevo con especial intensidad en el tramo corto. Adoptar medidas más agresivas desde el plano regulatorio limitarían el impacto negativo que el comportamiento de los mercados de deuda pública pueda tener sobre las cuentas de resultados de las entidades financieras en los próximos trimestres.

El reducido impacto que ha tenido la aprobación de las medidas de austeridad fiscal en las economías de la periferia sobre el comportamiento de los mercados financieros en las últimas semanas reabre el debate acerca de la necesidad de adoptar medidas más agresivas desde el plano regulatorio.

Pablo Guijarro

FONDOS DE INVERSIÓN

Las pérdidas registradas en mayo en casi todas las vocaciones de fondos de inversión han tenido su fiel reflejo en la confianza de los partícipes hacia la tenencia de éstos. En este sentido, el volumen de patrimonio gestionado ha registrado una caída del 3,5% durante el mes de mayo, situándose en 152.666 millones de euros, con un descenso acumulado en el año del 6,5%. El número de fondos sigue asistiendo a un proceso de fusiones/«cierres», cuya consecuencia es una notoria caída en el número de los mismos.

Del mismo modo, durante el mes de mayo, el número de partícipes se redujo en un 0,82% con respecto a abril, con un total 5.625.056 partícipes. No obstante, el número total de partícipes registra un leve ascenso del 0,14% en el acumulado del año.

David Fernández

MERCADOS FINANCIEROS

En los meses de mayo y principios de junio, las caídas en los mercados financieros se ha caracterizado por el excesivo castigo a los activos (deuda y Bolsa) españoles.



Sin embargo, parece que la complacencia de finales de la segunda semana de junio puede tener recorrido en las siguientes semanas. Los principales puntos positivos que animaron la confianza de los inversores, tanto a nivel Bolsa como deuda pública española, han sido (i) el porcentaje de demanda de inversores no residentes parece haber sido elevado y (ii) el todavía elevado apetito por la deuda del Tesoro: el volumen de pujas alcanzado en esta subasta ha sido el más alto de los últimos nueve meses en referencias a este plazo.

Esta buena sintonía se contagió al mercado secundario, en el que vimos una intensa relajación de tipos de la deuda española a todos los plazos y, especialmente significativa, en los plazos próximos al vencimiento de la subasta del propio jueves.

David Fernández

BANCOS CENTRALES

El Beige Book de la Reserva Federal y el BCE recogen en sus previsiones un escenario de continuidad en las cifras de crecimiento de los últimos trimestres del año. La vulnerabilidad de la recuperación y la necesidad de mantener una política monetaria acomodaticia continúan siendo las matizaciones clave. En nuestras previsiones, mantenemos el foco de riesgo en la transición de una actividad apoyada en ciclo de inventarios y estímulo fiscal hacia unos cuadros macro soportados por consumo privado.

El BCE mantiene que la recuperación se encuentra en proceso y que las presiones inflacionistas se mantendrán reducidas.

Daniel Suárez

El post del mes

Luis Hernanz

Panorama para las próximas semanas



Los resultados de las últimas subastas de emisores soberanos, junto con las primeras señales de actividad en el mercado primario con nombres financieros, han apuntalado la recuperación en activos de riesgo y estabilización del fondo de mercado, al menos a corto plazo.

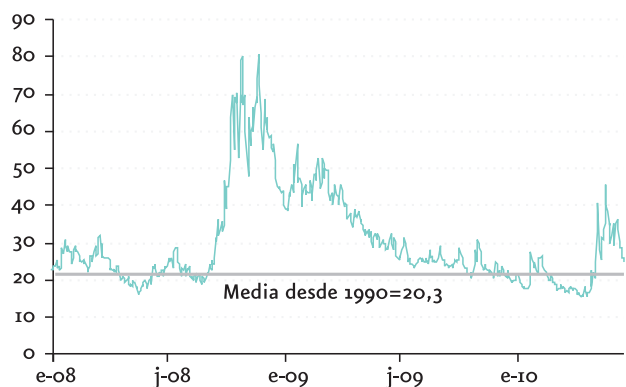
Una relajación en la prima de riesgo que ha cristalizado hace unos días y que ha contado con la colaboración de: (i) el ejercicio de transparencia propuesto por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios -publicarán en la primera quincena de julio los resultados del ejercicio de estrés realizados sobre el sistema bancario europeo-; y, (ii) los resultados de las subastas de emisores periféricos. La volatilidad al mercado ha venido de la mano de los indicadores de coyuntura: el deterioro es evidente y la probabilidad de estancamiento de la actividad en la segunda parte del ejercicio se está incrementando y es un escenario que, en nuestra opinión, no está puesto en precio por los mercados financieros.

La estrecha relación entre los riesgos financieros/soberanos y la mejora de estos frentes en las últimas sesiones han facilitado un nuevo punto de apoyo para la renta variable. Reseñar también la recuperación de la media móvil del 200 sesiones en el S&P 500, aunque con un «pero» en el volumen de negociación: muy débil. En renta fija privada, la caída de diferenciales fue generalizada tanto en sintético como en contado. En iTraxx, la relajación de diferenciales ha afectado a todos los sectores, pero el movimiento lo ha liderado, como en el mercado de renta variable, el frente financiero (senior y subordinado).

Los resultados de las últimas subastas de emisores soberanos, junto con las primeras señales de actividad en el mercado primario con nombres financieros, han apuntalado la recuperación en activos de riesgo y la estabilización del fondo de mercado

A muy corto plazo (próximas semanas), no esperamos un cambio en la dinámica de las últimas sesiones, vemos recorrido al movimiento procíclico en clave de: (i) nuevos avances en renta variable; y, (ii) relajación del riesgo soberano y financiero. A medio plazo (tercer trimestre de 2010), el riesgo lo vemos desde el punto de vista del ciclo económico, un riesgo que ahora mismo está cotizando en un segundo plano y que podría tomar el relevo del riesgo soberano en los próximos meses ::

Volatilidad implícita S&P 500 (VIX*;%)



* Volatility Index
Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

TIPOS DE CAMBIO. DIVISA FRENTE AL EURO

País	Divisa	Código	18/06/2010	Hace 52 semanas	Últimas 52 semanas	
					Máximo	Mínimo
Argentina	Peso	ARS	4,86	5,26	5,77	4,66
Brasil	Real	BRL	2,20	2,74	2,84	2,18
Bulgaria	Lev	BGL	1,96	1,96	1,97	1,95
Canadá	Dólar	CAD	1,27	1,58	1,63	1,25
Chile	Peso	CLP	658,37	750,63	828,20	642,27
China	Yuan	CNY	8,45	9,55	10,34	8,12
Colombia	Peso	COP	2.354,77	2.912,95	3.075,46	2.319,75
Corea del Sur	Won	KRW	1.476,86	1.768,39	1.837,87	1.397,92
EEUU	Dólar	USD	1,24	1,40	1,51	1,19
Hungría	Florín	HUF	279,45	280,71	290,03	260,52
India	Rupia	INR	57,16	67,34	71,42	55,13
Japón	Yen	JPY	112,43	134,62	138,72	108,07
Kenia	Chelín	KES	99,77	108,69	114,29	95,14
Malasia	Ringgit	MYR	4,0273	4,9462	5,2628	3,9147
Marruecos	Dirham	MAD	11,026	11,2783	11,5133	10,8593
Nigeria	Naira	NGN	187,564	208,098	229,571	179,5975
Perú	Sol	PSS	3,5081	4,172	4,3663	3,3859
Polonia	Zloty	PLN	4,0568	4,5306	4,57	3,8232
Reino Unido*	Libra	GBP	0,83601	0,8525	0,94121	0,821
Rep. Checa	Corona	CZK	25,738	26,395	26,631	24,974
Rep. Sudafrica	Rand	ZAR	9,32	11,3408	12,1444	9,2085
Rusia	Rublo	RUB	38,376	43,486	46,4195	37,1825
Suiza	Franco	CHF	1,3733	1,513	1,5381	1,3722
Venezuela	Bolívar	VEB	5318,731	2999,992	6103,376	2969,403

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

Fuente: Bloomberg.

TIPOS DE INTERÉS. JUNIO 2010

	1 día	3 meses	1 año		1 día	3 meses	1 año
Área euro	0,35	0,93	1,32	Canadá	0,89	0,96	2,20
Dinamarca	0,75	0,90	1,75	Estados Unidos	0,38	1,02	1,60
Reino Unido	0,44	0,92	2,37	Argentina	9,31	12,31	14,56
Suecia	0,30	0,60	1,29	Brasil	10,16	0,10	0,09
Suiza	0,12	0,30	0,68	Chile	1,10	0,08	1,03
				México	4,60	4,65	4,76
Bulgaria	0,25	5,00	9,07	Perú	1,41	1,99	5,16
Rep. Checa	0,80	1,10	1,62				
Hungría	4,47	5,30	4,80	Australia	4,35	5,27	5,93
Polonia	3,37	3,80	4,17	China	2,22	1,71	2,25
Rusia	2,73	4,00	5,50	Corea*	4,079	4,26	3,77
				Hong Kong	0,10	0,52	0,92
Egipto	4,00	6,25	6,75	Indonesia	7,00	7,16	7,62
Sudafrica	6,61	7,33	8,00	Japón	0,13	0,48	0,92
Turquía	7,50	8,25	9,50	Singapur	0,19	0,39	0,75

* A una semana.

Fuente: Bloomberg Reuters.

«RATINGS» A LARGO PLAZO EN MONEDA EXTRANJERA. JUNIO 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	Aaa3	A+	Marruecos	Ba1	BBB-
Colombia	Ba1	BBB-	Senegal	NR	B+
México	Baa1	BBB	Sudafrica	A3	BBB+
Perú	Baa3	BBB-	Túnez	Baa2	BBB
Venezuela	B2	BB-			
EUROPA DEL ESTE			ASIA		
Bulgaria	Baa3	BBB	China	A1	A+
Rumanía	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. JUNIO 2010

	PIB ¹			Inflación ²			Tasa paro (%) ^{3*}			Saldo público sobre PIB ^{2*}			Balanza corriente ³		
	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)
UNIÓN EUROPEA 27															
Alemania	-4,9	1,8	1,7	0,4	1,0	1,3	7,5	7,8	7,8	-3,3	-5,0	-4,7	167,0	169,0	173,0
Dinamarca	-4,9	1,4	2,0	1,3	1,8	1,8	6,0	6,9	6,5	-2,7	-5,5	-4,9	12,6	10,2	9,0
España	-3,6	-0,5	0,7	-0,3	1,4	1,4	18,0	19,7	19,8	-11,2	-9,8	-8,8	-80,2	-57,9	-45,1
Francia	-2,5	1,4	1,6	0,1	1,6	1,5	9,5	10,2	10,1	-7,5	-8,0	-7,4	-59,0	-52,9	-48,3
Grecia	-2,0	-3,9	-2,3	1,2	2,6	0,3	9,5	11,8	13,2	-37,4	-27,6	-19,6	-37,5	-28,2	-23,6
Irlanda	-7,1	-1,1	2,4	-4,5	-0,7	1,3	11,9	3,8	13,4	-14,3	-11,7	-12,1	-6,8	-2,4	-0,6
Italia	-5,1	0,9	1,0	0,8	1,5	1,7	7,8	8,8	8,8	-5,3	-5,3	-5,0	-67,3	-54,4	-45,0
Polonia	1,7	3,0	3,6	3,5	2,4	2,6	8,2	9,2	9,4	-7,1	-7,3	-7,0	-7,2	-11,0	-14,6
Reino Unido	-4,9	1,3	2,3	2,2	3,1	1,9	7,6	7,8	7,4	-11,5	-12,0	-10,0	-28,8	-29,6	-25,7
Bulgaria	-5,0	0,0	-2,3	2,8	2,8	3,3	6,8	7,9	7,3	-3,9	-2,8	-2,2	-4,5	-3,9	-3,9
Rumania	-7,1	0,1	2,8	5,6	4,3	3,6	6,9	8,5	7,9	-8,3	-8,0	-7,4	-7,3	-7,7	-9,2
Zona euro	-4,1	1,1	1,4	0,3	1,4	1,5	9,4	10,3	10,4	-6,3	-6,6	-6,1	-78,2	-13,7	14,7
UE-27	-4,1	1,1	1,6	0,8	1,6	1,6	9,7	10,3	10,2	-6,8	-7,2	-6,5	-55,5	-4,0	30,9

OTROS PAÍSES EUROPEOS

Rusia	-7,9	5,2	4,7	8,8	6,6	6,9	7,5	7,0	6,5	-5,1	-1,6	-1,8	49,0	76,8	69,2
Suiza	-1,5	2,0	1,9	-0,5	1,0	1,1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	41,1	47,5	50,1
Turquía	-4,7	5,8	4,6	6,3	8,9	6,5	14,0	13,9	13,4	-5,5	-3,5	-3,0	-14,0	-32,4	-38,1
Europa Este	-5,5	3,9	4,1	6,6	5,8	5,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,0	22,3	2,4

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

INDICADORES MACROECONÓMICOS AMÉRICA. JUNIO 2010

	PIB ¹			Inflación ²			Saldo público sobre PIB			Balanza corriente ³		
	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)
AMÉRICA												
Argentina	0,9	5,5	3,4	7,7	11,0	11,9	11,5	7,5	5,3	11,5	7,7	5,3
Bolivia	3,4	3,9	4,0	0,3	4,2	4,5	n.d.	n.d.	n.d.	0,8	0,9	0,9
Brasil	-0,2	7,1	4,4	4,3	5,6	4,8	-24,3	-47,2	-60,6	-24,3	-47,2	-60,6
Chile	-1,5	4,5	5,7	-1,4	3,5	3,2	-4,5	-2,4	-0,9	4,2	0,5	-1,3
Colombia	0,4	3,2	3,9	2,0	3,4	3,8	n.d.	n.d.	n.d.	-5,1	-5,4	-6,0
México	-6,5	4,5	3,7	3,6	4,8	3,8	-5,5	-8,6	-14,4	-5,6	-8,6	-14,4
Perú	0,9	6,0	5,0	0,2	2,5	2,6	n.d.	n.d.	n.d.	0,2	-1,2	-1,9
Venezuela	-3,3	-4,1	0,4	26,9	35,9	31,6	-5,1	-2,0	-2,8	8,6	19,8	20,5
América Latina	-1,9	4,8	3,8	5,5	7,8	7,0	n.d.	n.d.	n.d.	-15,0	-43,8	-69,0
EEUU	-2,4	3,3	3,1	-0,3	1,7	1,7	n.d.	n.d.	n.d.	-420,0	-516,0	-579,0
Canadá	-2,5	3,5	2,9	0,3	1,9	2,2	n.d.	n.d.	n.d.	-38,1	-25,6	-17,4

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

INDICADORES MACROECONÓMICOS ASIA/PACÍFICO. JUNIO 2010

	PIB ¹			Inflación ²			Balanza corriente ³		
	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)
ASIA/PACÍFICO									
China	8,7	10,2	9,0	-0,7	3,3	3,5	297,1	260,6	263,2
India	7,4	8,3	8,5	12,4	8,6	6,3	-29,2	-38,2	-50,3
Japón	-5,3	3,2	1,7	-1,4	-1,0	-0,2	142,1	195,4	191,5
Corea del Sur	0,2	5,5	4,3	2,8	2,9	3,2	42,7	18,0	13,9
Asia/Pacífico	1,5	6,3	5,2	0,9	2,3	2,5	562,5	521,7	508,9

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

Fuente: Consensus Forecasts, Comisión Europea y elaboración propia.

Fuente: Consensus Forecasts.

Fuente: Consensus Forecasts.

COMERCIO EXTERIOR POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. ENERO - ABRIL 2010

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros
Andalucía	5.854,7	10,2	23,3	7.256,3	9,7	30,1	-1.401,6
Aragón	2.531,4	4,4	15,3	2.208,1	3,0	18,4	323,3
Asturias	1.028,1	1,8	50,0	1.055,3	1,4	17,9	-27,2
Baleares	287,1	0,5	-39,1	460,1	0,6	14,4	-173,1
Comunidad Valenciana	6.067,6	10,6	12,2	6.210,3	8,3	17,6	-142,7
Canarias	587,3	1,0	9,6	1.430,8	1,9	37,2	-843,5
Cantabria	696,8	1,2	17,2	609,4	0,8	41,6	87,4
Castilla-La Mancha	961,6	1,7	11,1	1.586,9	2,1	17,6	-625,3
Castilla-León	3.321,6	5,8	19,7	2.872,2	3,8	17,6	449,4
Cataluña	15.094,2	26,3	15,9	21.182,0	28,3	9,1	-6.087,8
Ceuta	0,0	0,0	-100,0	78,4	0,1	-5,2	-78,4
Extremadura	368,6	0,6	-0,6	325,2	0,4	5,7	43,4
Galicia	4.820,6	8,4	15,1	4.223,7	5,7	12,0	596,9
Madrid	6.170,3	10,8	2,8	15.982,0	21,4	-6,5	-9.811,8
Melilla	1,2	0,0	-69,2	38,9	0,1	-24,0	-37,7
Murcia	1.605,5	2,8	12,4	2.336,4	3,1	6,6	-730,9
Navarra	2.180,7	3,8	18,6	1.397,0	1,9	19,6	783,8
País vasco	5.201,1	9,1	9,7	4.583,8	6,1	15,2	617,4
LA RIOJA	392,9	0,7	-3,8	301,8	0,4	10,9	91,1
SIN DETERMINAR	182,6	0,3	53,9	583,4	0,8	33,4	-400,7
TOTAL	57.353,8	100,0	13,8	74.721,9	100,0	9,8	-17.368,1

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

COMERCIO EXTERIOR POR SECTORES ECONÓMICOS. ENERO - ABRIL 2010

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros
Alimentos	9.116,6	15,9	5,2	7.231,3	9,7	-1,6	1.885,2
Productos energéticos	2.330,3	4,1	7,5	13.520,3	18,1	25,2	-11.189,9
Materias primas	1.428,1	2,5	53,8	2.623,0	3,5	58,9	-1.194,9
Semimanufacturas no químicas	6.811,1	11,9	19,2	5.575,6	7,5	22,5	1.235,5
Productos químicos	8.590,2	15,0	18,8	11.491,6	15,4	10,6	-2.901,4
Bienes de equipo	11.023,0	19,2	10,4	14.793,6	19,8	2,4	-3.770,6
Sector automóvil	9.764,6	17,0	14,1	8.871,3	11,9	-2,8	893,4
Bienes de consumo duradero	1.102,9	1,9	-3,1	2.587,2	3,5	32,7	-1.484,3
Manufacturas de consumo	5.093,5	8,9	2,3	7.731,5	10,3	2,3	-2.638,0
Otras mercancías	2.093,4	3,6	103,0	296,5	0,4	27,2	1.797,0
TOTAL	57.353,8	100,0	13,8	74.721,9	100,0	9,8	-17.368,1

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

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

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% og/o8	Millones euros	% total	% og/o8	Millones euros
UNIÓN EUROPEA (1)	39.674,8	69,2	11,9	41.839,4	56,0	5,8	-2.164,6
ZONA EURO	32.696,7	57,0	11,8	33.796,2	45,2	1,2	-1.099,6
Francia	11.281,8	19,7	13,5	8.395,0	11,2	-2,0	2.886,9
Bélgica	1.575,4	2,7	9,2	2.076,9	2,8	20,1	-501,5
Luxemburgo	58,7	0,1	-17,6	124,9	0,2	55,3	-66,2
Países Bajos	1.854,9	3,2	14,8	3.382,8	4,5	21,9	-1.527,9
Alemania	6.051,1	10,6	2,2	9.184,3	12,3	-14,3	-3.133,2
Italia	4.865,8	8,5	18,7	5.291,2	7,1	12,7	-425,4
Irlanda	239,4	0,4	11,1	1.041,5	1,4	-16,6	-802,2
Portugal	5.184,5	9,0	15,1	2.681,1	3,6	20,0	2.503,4
Austria	480,7	0,8	14,4	581,7	0,8	10,5	-101,0
Finlandia	187,5	0,3	11,9	312,9	0,4	-10,4	-125,4
Grecia	552,9	1,0	3,4	127,7	0,2	26,2	425,3
Eslovenia	131,3	0,2	36,8	61,8	0,1	19,6	69,5
Malta	35,3	0,1	14,3	55,7	0,1	49,9	-20,4
Chipre	55,7	0,1	-5,5	4,0	0,0	107,3	51,7
Eslovaquia	141,9	0,2	-0,1	475,0	0,8	65,3	-333,1
RESTO UE	6.978,1	12,2	12,4	8.043,2	10,8	31,1	-1.065,1
Reino Unido	3.650,3	6,4	15,5	3.431,2	4,6	17,9	219,0
Dinamarca	284,0	0,5	-10,2	551,3	0,7	-4,6	-267,3
Suecia	466,8	0,8	9,0	678,6	0,9	8,0	-211,8
Estonia	22,1	0,0	-8,1	11,8	0,0	-12,6	10,3
Letonia	24,4	0,0	-16,5	16,3	0,0	-38,1	8,1
Lituania	58,8	0,1	8,8	58,3	0,1	-2,0	0,5
Polonia	851,7	1,5	-3,4	988,5	1,7	53,9	-136,8
República Checa	489,8	0,9	17,5	723,3	1,3	49,0	-233,4
Hungría	285,0	0,5	11,4	545,7	1,0	9,9	-260,6
Bulgaria	93,5	0,2	36,3	79,9	0,1	-2,4	13,5
Rumanía	263,3	0,5	28,3	339,0	0,5	58,6	-75,7
RESTO EUROPA	3.764,3	6,6	30,4	4.410,6	5,9	6,5	-646,3
Suiza	1.091,7	1,9	23,5	900,1	1,2	3,5	191,6
Noruega	329,6	0,6	73,5	616,2	0,8	-7,9	-286,6
Turquía	1.051,6	1,8	58,4	1.006,9	1,3	15,6	44,7
Rusia	510,0	0,9	15,7	1.504,5	2,0	14,2	-994,4
Croacia	61,5	0,1	-5,8	15,3	0,0	-21,6	46,2
AMÉRICA DEL NORTE	2.107,6	3,7	-3,1	3.110,4	4,2	-10,8	-1.002,8
EEUU	1.875,7	3,3	-1,5	2.860,9	3,8	-10,9	-985,2
Canadá	231,9	0,4	-14,2	249,4	0,3	-9,1	-17,6
AMÉRICA LATINA	2.801,2	4,9	18,9	3.426,5	4,6	17,4	-625,2
Argentina	219,7	0,4	14,6	334,7	0,4	-24,8	-115,0
Brasil	611,6	1,1	69,2	894,6	1,2	17,5	-283,0
México	755,6	1,3	-3,1	871,6	1,2	86,8	-115,9
RESTO DE AMÉRICA	79,3	0,1	-10,5	777,4	1,0	65,7	-698,2
ASIA	4.364,1	7,6	29,4	14.307,0	19,1	24,1	-9.942,9
Japón	470,7	0,8	25,4	1.219,9	1,6	26,1	-749,2
China	770,8	1,3	37,4	5.533,4	7,4	17,8	-4.762,6
Hong-Kong	200,6	0,3	26,8	77,5	0,1	-26,7	123,2
Corea del Sur	246,2	0,4	12,0	639,2	0,9	-3,3	-393,0
India	374,7	0,7	62,4	838,6	1,1	34,3	-464,0
Oriente Medio	1.349,0	2,4	4,2	3.397,5	4,5	59,3	-2.048,6
ÁFRICA	3.085,3	5,4	5,2	6.632,5	8,9	14,9	-3.547,2
Marruecos	1.057,5	1,8	7,1	906,8	1,2	17,5	150,7
Argelia	587,9	1,0	-25,2	1.556,0	2,1	5,4	-968,2
Nigeria	62,9	0,1	-3,0	1.161,1	1,6	31,1	-1.098,3
Sudáfrica	256,6	0,4	70,7	276,7	0,4	-13,3	-20,1
OCEANÍA	358,6	0,6	53,2	202,0	0,3	-3,7	156,6
SIN DETERMINAR	1.118,6	2,0	25,9	16,1	0,0	---	1.102,5
TOTAL MUNDIAL	57.353,8	100,0	13,8	74.721,9	100,0	9,8	-17.368,1
Pro memoria:							
TOTAL NO UE	17.679,0	30,8	18,4	32.882,4	44,0	15,3	-15.203,4
TOTAL NO ZONA EURO	24.657,1	43,0	16,6	40.925,6	54,8	18,1	-16.268,5
OCDE	45.408,1	79,2	12,4	49.790,5	66,6	5,3	-4.382,4
NAFTA	2.863,2	5,0	-3,1	3.981,9	5,3	0,7	-1.118,7
MERCOSUR	881,3	1,5	51,0	1.298,1	1,7	2,3	-416,8
OPEP	1.986,3	3,5	-0,2	7.562,1	10,1	35,9	-5.575,8

(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».



«Aun cuando sean de probabilidad reducida, pueden contemplarse escenarios de autoexclusión del euro»

Escenarios extremos

Quién iba a decirnos que las empresas europeas, además de lidiar con el desplome de la demanda consecuente con una de las más intensas y extendidas recesiones de las últimas décadas, iban a tener que plantearse escenarios excepcionales en los que insertar sus decisiones. Uno de ellos tiene que ver precisamente con el futuro del euro: con los escenarios, ciertamente excepcionales, que esta crisis está convirtiendo en verosímiles. La fragmentación de la eurozona es uno de ellos. A decir verdad, la información hoy disponible no permite ni siquiera convertir la división entre los países o la exclusión de alguno de los 16 miembros que hoy comparten moneda en escenarios relevantes. Lo único cierto es que la eurozona está siendo seriamente cuestionada, que la crisis financiera global lleva meses zarrandeando sus cimientos con una contundencia desconocida a lo largo de sus 11 años de vida.

Aunque cada día más explícita, no es la manifiesta diferenciación en la percepción de la solvencia de los Gobiernos, de su deuda pública, la más inquietante de las señales de esas amenazas que se ciernen sobre la Unión Monetaria de Europa (UME). Tampoco lo es esa pronunciada desvalorización de las empresas que cotizan en los mercados de acciones en lo que llevamos de año (con especial atención a las de los bancos) o la, en cierta medida, consecuencia de todo ello e igualmente significativa depreciación del euro. En condiciones normales, esta pérdida de valor de la moneda única frente a otras monedas no debería causar mayor preocupación si no fuera porque está implícito en esa depreciación algo más serio. En efecto, esas correcciones de las variables financieras más relevantes de la eurozona no son sino expresiones de esas dudas acerca

de la continuidad del euro tal y como hoy lo conocemos.

Quizá la principal fuente de dudas proviene del distanciamiento que han mostrado las autoridades alemanas y de las tentaciones introspeccionistas que han vuelto a emerger en aquel país como consecuencia de las ayudas arbitradas para estabilizar los mercados de deuda pública en el área o directamente para neutralizar las amenazas específicas sobre algún país: Grecia, de forma destacada. La coalición gobernante en Alemania se muestra cada día más sensible a las preferencias de los ciudadanos, de los electores para ser más precisos, de no apoyar al resto de la eurozona.

Quienes, hace apenas tres meses, podrían considerar una locura asignar probabilidades a escenarios, por ejemplo, de autoexclusión del euro, hoy ya aceptan que, aun cuando sean reducidos, hay que contemplarlos. No sólo se atribuye a esa creciente desconfianza que Alemania tiene respecto a los mediterráneos, sino a la consecuencia de las difíciles perspectivas económicas que se ciernen sobre esas mismas economías. Es precisamente en alguna de éstas donde también se empieza a echar de menos la disposición de moneda propia. Emergen peligrosas, me atrevería a calificar, tentaciones de vuelta al pasado sólo por disponer de la posibilidad de devaluar y así tratar de recuperar capacidad competitiva perdida: atenuar los costes del necesario ajuste, de la purga que esta cada día más europea crisis va a exigir en las economías que más disfrutaron de la expansión en los años precedentes al verano de 2007. Es razonable, por tanto, que los responsables de nuestras empresas, no sólo los financieros, empiecen a contemplar, aunque sea de soslayo, alguno de esos escenarios, si acaso sólo porque otros también lo hacen ::

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