



Empresa Global

Nº 101 (Noviembre 2010)

EDITA

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

DIRECTOR Javier Paredes

COORDINACIÓN DE REDACCIÓN Esther Aragón

COLABORAN EN ESTE NÚMERO

Yolanda Antón, Paula Ameijeiras, Miguel Arregui, Sara Baliña, David Cano, Nazareth Estalayo, Santiago Fernández de Lis, Pablo Guijarro, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Luis Hernández, Matías Lamas, Álvaro Lissón, Verónica López Sabater, Álvaro Martín Enriquez, Emilio Ontiveros, Esther Rodríguez Fernández.

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
Profesor de Economía, ESADE Business School

DIRECTOR EDITORIAL José Fraile de Valle

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

PORTADA hof12

DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN

Valle González Manzanas y Daniel Sánchez Casado

DEPÓSITO LEGAL M-34827-2001

ISSN 1578-3456

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

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

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

EDITORIAL

Yo devalúo, tú deprecias

Casi desde los primeros momentos de la actual crisis económica se empezaron a cuestionar determinadas políticas económicas que algunos países estaban llevando a cabo en la medida en que podían impactar negativamente sobre otras economías. Sobre todo las referidas a la devaluación competitiva de las monedas que permite incrementar la competitividad de los productos o servicios de un país básicamente como consecuencia del «precio (relativo) de su moneda».

Últimamente se están recordando mucho los dos acuerdos a los que se llegó en la década de los 80 con el objeto de articular una actuación común para hacer frente a determinadas situaciones en los mercados de divisas. Son los Acuerdos del Plaza (1985) y Louvre (1987). En el primero de ellos, los países integrantes del G-5 (EEUU, Japón, Alemania, Francia y Gran Bretaña) acordaron contener la fuerte apreciación que estaba manifestando el dólar. Un año después, la divisa norteamericana había caído un 40% frente al yen y al marco. Por tanto, para corregir este comportamiento pendular, dos años después, en Francia (reunido el G-7 en este caso, pues se habían incorporado Canadá e Italia), se intentó promover la estabilización del dólar, aunque en este caso los resultados no fueron tan evidentes.

El mundo ha cambiado en las últimas dos décadas, y los países emergentes han adquirido un gran protagonismo en la escena financiera internacional. Los actores a poner de acuerdo en la actualidad son mucho más numerosos, las reuniones del G-20 parecen ser el marco adecuado en donde discutir esta cuestión de manera multilateral, aunque los acuerdos adoptados pueden ser papel mojado pues no parece que haya muchos países dispuestos a revaluar sus monedas, sobre todo en un entorno con riesgo de deflación.

Las acciones, hoy por hoy, son individuales, en la búsqueda del beneficio propio. China continúa controlando su divisa que sigue evidenciando una importante depreciación, y aunque sus autoridades anunciaron el pasado mes de junio el fin de los 23 meses de vinculación del renminbi al dólar, esta medida no ha surtido los efectos esperados pues la apreciación de la moneda china desde entonces de poco más del 2% (actualmente cotiza en 6,69 CNY/\$ frente a los 6,83 CNY/\$ que en los que venía cotizando). Japón ha realizado una intervención sin precedentes para rebajar el valor del yen y el gobierno Suizo ha invertido 100.000 millones de dólares para evitar a toda costa una revalorización del franco suizo. La reciente compra de bonos por parte la Fed para comprar bonos del Tesoro para reactivar la economía norteamericana incide en una nueva depreciación del dólar. En este escenario el euro parece un convidado de piedra que paga el ágame dada la indolencia del BCE.

Actuaciones de este tipo, sin una coordinación multilateral, puede conducirnos a una escalada del proteccionismo que afecte a los flujos comerciales internacionales de efectos indeseados para el crecimiento económico ::

INFORME PAÍS

Uruguay, en la senda del crecimiento sostenido

Aunque la crisis ha frenado el ritmo de crecimiento de los últimos años en Uruguay, los datos de actividad más recientes apuntan a que la recuperación está ganando intensidad sobre la base de una demanda interna crecientemente sólida. La prudencia en la gestión de la política macroeconómica supone un importante factor de apoyo para consolidar el dinamismo de la actividad económica durante los próximos años.

Pag. 4

TEMA DEL MES

Guerra de divisas: ganadores, perdedores y solución cooperativa

Ante la llamada «guerra de divisas» de las últimas semanas, ha habido propuestas para alcanzar un acuerdo similar a los de Plaza o Louvre a mediados de los ochenta. Una solución de carácter cooperativo para el conflicto exige, sin embargo, que determinados países acepten reevaluar sus monedas.

Pag. 10

OBSERVATORIO EXTERIOR

La inclusión financiera se sitúa en la agenda global

¿Podemos imaginar desarrollar nuestra actividad diaria sin tener una cuenta corriente en el banco? En España, afortunadamente, es prácticamente imposible «sobrevivir» sin un número de cuenta bancaria, el producto financiero más básico de los

existentes en el mercado. Ésta es una realidad diametralmente opuesta a la que enfrenta la mayoría de la población en gran parte de los países del mundo emergente y en desarrollo, en los que más del 70% de la población adulta carece de acceso a los más sencillos y básicos servicios financieros.

Pag. 14

La IED mundial en 2009

La UNCTAD, en su vigésimo informe sobre las inversiones en el mundo, destaca el descenso mundial de la IED en 2009. A pesar de este dado negativo, del informe se desprenden algunos datos optimistas sobre el futuro desempeño de la economía mundial.

Pag. 18



ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

Nueva línea para inversiones en EEUU de Cofides

Dotada con 100 millones de euros, la línea de Cofides está dirigida a la financiación, a medio y largo plazo, proyectos de inversión privados y viables en EEUU que contribuyan a la internacionalización de las empresas españolas o de la economía española..

Pag. 22



ESTRATEGIA GLOBAL

La alianza de las generaciones

MAURO GUILLÉN

Pag. 25

FINANZAS PERSONALES

Cambio de estrategia

La confrontación de discursos monetarios entre la Reserva Federal y el BCE, con una extensión del programa de política monetaria no convencional del primero y un planteamiento de un esquema de «estrategia de salida» del segundo, ha dejado un nuevo panorama en la evolución de los mercados financieros: movimientos destacados en el mercado de divisas, ganancias en las Bolsas, divergencias en las curvas de tipos de interés soberanas, etc.

Pag. 27

RIESGO DE CAMBIO

Alternativas al seguro de cambio

Presentamos en esta ocasión estrategias alternativas a la contratación de un *forward* para la cobertura del riesgo de tipo de cambio. Estas estrategias se basan en la combinación de opciones *call* y *put* y pretenden replicar, con mayor o menor exactitud, el comportamiento de un *forward*.

Pag. 30

MERCADOS FINANCIEROS

Armas cambiarias

DAVID CANO

Pag. 35



ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

La gobernanza del euro

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS

Pag. 38



EMERGENTES

Indicadores de vulnerabilidad

Uno de los aspectos más destacados de la crisis financiera ha sido la capacidad de aguante de las economías emergentes en un contexto de hundimiento de las economías avanzadas. El mayor empuje de la demanda interna y la menor dependencia del sector exterior, en comparación con otros episodios de crisis global, y, sobre todo, el impacto de la aplicación de políticas económicas más responsables durante los años previos a la crisis que ha derivado en una mejora sustancial de la vulnerabilidad lo explican.

Pag. 33

CUADRO DE MANDO FINANCIERO

Crece la inversión empresarial en España

Las tasas de ahorro y de inversión del sector empresarial español se han incrementado en el segundo trimestre del año. Este repunte ha sido el primero desde el comienzo de la crisis. La tasa de ahorro del sector empresarial se sitúa en su nivel más alto de la última década (un 10,8% del PIB).

Pag. 36

EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN

«Luchamos por seguir afianzando nuestra posición para ofrecer el máximo nivel de servicio y calidad a nuestros clientes»

Gambastar nace en 2003 en unas pequeñas instalaciones en Burgos desde donde comercializaba gambas y langostinos. Tras el traslado a su planta de Valdorros (Burgos), su actividad se fue redirigiendo hacia la fabricación del producto. En la actualidad, Gambastar cuenta con una capacidad productiva de 80 toneladas diarias y, gracias a la ilusión y al esfuerzo de su equipo humano, se encuentra entre las mejores empresas del sector a nivel europeo.

Pag. 39

GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

Un líder para cada momento

Empresas con buenos productos y servicios han fracasado porque llegaron antes de que el mercado estuviese preparado para ellos. Otras, sin embargo, fracasaron porque llegaron los últimos. La habilidad para escoger el momento propicio de nacer, crecer o morir forma parte del logro de los resultados empresariales deseados y, para cada uno de esos momentos, es preciso un tipo de líder.

Pag. 43

HOMO OECONOMICUS

Más por menos

JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 51



EMPRESA, TECNOLOGÍA E INTERNET

¿Quién invertirá en banda ancha?

¿Quién invertirá en el despliegue de las nuevas redes de banda ancha? Una pregunta tan inocente como ésta nos podría llevar a una respuesta igualmente cándida: los operadores. Sin embargo, en un sector tan regulado como las telecomunicaciones, las condiciones en las que se han de realizar esas inversiones pueden afectar sensiblemente a la viabilidad de las mismas.

Pag. 45

GESTIÓN EMPRESARIAL

El proceso de valoración de marcas

En general, la marca es un activo intangible, instrumentado mediante un derecho de propiedad, que impacta en la capacidad de generación de valor por parte de una empresa. La marca de una empresa es un claro rasgo distintivo respecto a sus competidores, que incide en múltiples factores que condicionan el valor de una empresa, pero su valoración está sometida a múltiples dificultades.

Pag. 47

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

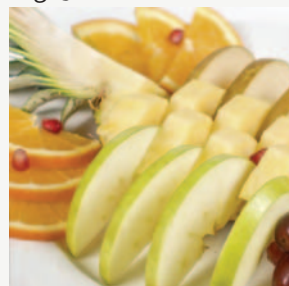
Modificación de los tipos impositivos del IVA

Pag. 50

AGENDA

Calendario de eventos (ferias, jornadas, encuentros, etc.) de cualquier zona del mundo en el que interviene España con el fin de promocionar nuestros sectores, productos, marcas, etc.

Pag. 52



ESCAPARATE EDITORIAL

Pag. 53

PANORAMA INTERNACIONAL

Comentario breve de noticias de interés sobre la internacionalización empresarial, la política comercial de cualquier país o los nuevos datos relacionados con la exportación mundial.

Pag. 54

ESPAÑA EN CONTRASTE

¿«Brotos verdes» en el mercado inmobiliario?

Cuando parecía que el mercado inmobiliario no nos iba a deparar grandes sorpresas al menos hasta bien avanzado 2011, los registros de compraventas de viviendas durante los meses estivales han devuelto al centro del debate la discusión sobre qué factores subyacen a la dinámica actual de demanda de vivienda y si lo que a día de hoy se pueden definir como «incipientes brotos verdes» en el mercado residencial van a terminar floreciendo o se van a quedar en un simple espejismo.

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

Insinuaciones proteccionistas

EMILIO ONTIVEROS

Pag. 64





Fila de casas en el barrio Reus, Montevideo, Uruguay.

Imagen propiedad de Thinkstock.

Uruguay,

en la senda del

crecimiento sostenido

Aunque la crisis ha frenado el ritmo de crecimiento de los últimos años en Uruguay, los datos de actividad más recientes apuntan a que la recuperación está ganando intensidad sobre la base de una demanda interna crecientemente sólida. La prudencia en la gestión de la política macroeconómica supone un importante factor de apoyo para consolidar el dinamismo de la actividad económica durante los próximos años.

Matías Lamas y Elisa Lafuente

POLÍTICA Y SOCIEDAD

Constituida como república independiente en 1830, la historia política de Uruguay hasta los años setenta del pasado siglo ha estado caracterizada por la alternancia en el poder de los dos grandes partidos políticos del país: el Partido Colorado o «Los colorados» y el Partido Nacional o «Los blancos». Después de la Segunda Guerra Mundial, el establecimiento de políticas de sustitución de importaciones, junto con otras medidas de corte proteccionista, condujeron a una paulatina caída de la productividad agrícola (por aquel entonces el sector primario representaba la práctica totalidad del valor añadido bruto de la economía) y, consecuentemente, a un deterioro de las condiciones de vida de la mayor parte de la sociedad uruguaya.

Este trasfondo se configuró como uno de los motivos que desencadenaron el golpe de Estado de 1973, liderado por el entonces «colorado» Juan María Bordaberry, y que marcaría el inicio de una dictadura militar, que, con el apoyo de las Fuerzas Armadas, se ex-

tendería hasta 1985. Éste fue un período en el que se abolieron todos los partidos políticos y sindicatos y se recortaron una amplia variedad de libertades individuales y colectivas y que concluyó con la proclamación de Julio María Sanguinetti como primer presidente de la nueva democracia en Uruguay.

No sería, sin embargo, hasta hace apenas un lustro cuando se produjo uno de los cambios políticos más importantes de la historia del país. Tras el colapso del sistema bancario en 2002, que condujo a una de las crisis económicas más pronunciadas de las últimas décadas, el triunfo en las elecciones de 2004 de la coalición entre el Encuentro Progresista y el Frente Amplio (EP-FA) supondría un punto de inflexión en la evolución del escenario político y económico de Uruguay.

Siguiendo los pasos de los Gobiernos de centro-izquierda de países vecinos como Brasil o Chile, el nuevo Gobierno uruguayo fijó la estabilidad macroeconómica como eje central de su programa de polí-

NOMBRE OFICIAL:
República Oriental del Uruguay



SUPERFICIE: 176.215 km².

CAPITAL: Montevideo.

OTRAS CIUDADES: Canelones, Mercedes, Colonia y Maldonado.

SITUACIÓN GEOGRÁFICA: Sur de Sudamérica, bañada por el océano Atlántico al sur y limitando con Argentina al este y con Brasil al oeste.

CLIMA: Cálido, apenas se dan temperaturas frías.

POBLACIÓN: 3.510.386 (julio 2010).

TASA CRECIM. POBLACIÓN: 0.447% (est. 2010).

ESPERANZA DE VIDA: 76,55.

GRUPOS ÉTNICOS: 88% raza blanca, 8% mestizos y 4% raza negra.

IDIOMAS: el español es la lengua oficial, aunque también se habla portugués y portuñol, una mezcla entre español y portugués en la frontera con Brasil.

MONEDA: peso uruguayo (UYU).

SISTEMA POLÍTICO: república constitucional.

Fuente: World Factbook.



tica económica, factor este último que alejaría los temores de algunos inversores internacionales acerca de los eventuales «excesos» que podrían tener lugar en la economía con un Gobierno de izquierdas, máxime teniendo en cuenta la experiencia con otros Gobiernos del mismo signo ideológico en otros países de América Latina.

Esta situación también resultaría clave en la concesión del paquete de ayuda financiera del FMI al Gobierno en 2005, dotado con cerca de 1.100 millones de dólares, para la realización de distintos programas económicos, entre los que cabe señalar la mejora de la

competitividad en sectores clave de la economía o la apertura de la cuenta de capitales al exterior. Aunque este acuerdo finalizó cuando Uruguay terminó de pagar las deudas contraídas con el FMI en 2006, lo cierto es que la «prudencia» en las políticas macroeconómicas ha sido una constante desde entonces.

Desde el pasado mes de marzo, el Gobierno está presidido por José Mujica, ex guerrillero del Movimiento de Liberación Nacional-Tupamaros, quien se ha centrado en potenciar las relaciones internacionales del país, sobre todo con los países del Mercosur, al que

Uruguay pertenece desde 1991 junto con Argentina, Brasil y Paraguay. Con todo, la reciente huelga general, celebrada el pasado mes de octubre y convocada por los principales sindicatos uruguayos para exigir una distribución «más justa» de la riqueza y una mayor dotación presupuestaria para los capítulos de inversión pública y vivienda, podría conducir a un giro en las prioridades del Gobierno hacia ámbitos más estrictamente internos.

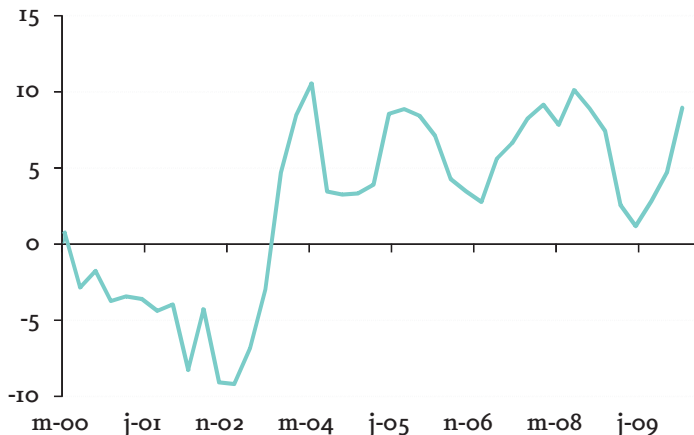
COYUNTURA ECONÓMICA DEL PAÍS

Desde 2004, Uruguay ha experimentado un período de fuerte expansión económica, con tasas de avance del PIB situadas, en promedio, por encima del 6% anual para el período 2004-2008. Sin embargo, la irrupción de la crisis financiera internacional en verano de 2008 ha marcado un importante punto de inflexión en el crecimiento económico del país durante los dos últimos años.

Por componentes, el mal comportamiento observado en las partidas relacionadas con la inversión (sobre todo en lo que respecta a la formación bruta de capital fijo del sector privado, que corrigió cerca de un 10,7% anual en 2009) contrasta con la fortaleza mostrada por el consumo de los hogares en los dos últimos ejercicios, en un entorno marcado por la desaceleración económica y la inestabilidad de los sistemas financieros de las principales economías del bloque desarrollado. Esta fortaleza del consumo, en última instancia, ha resultado clave para que la economía uruguaya esquivase la recesión en 2009 (el PIB avanzó ese año un 2,8% anual) y sigue ejerciendo de soporte de una recuperación que está ganando intensidad en 2010: en el segundo trimestre, el PIB de Uruguay creció un 10,4% interanual, 1,5 puntos porcentuales por encima de los registros de los tres primeros meses del año.

PIB en Uruguay

(tasa interanual, %)



Fuente: elaboración propia a partir de Ecwin.

Más allá de la mejora del consumo, lo cierto es que uno de los ejes fundamentales sobre los que se ha apoyado la reactivación económica de los últimos trimestres se encuentra en los estímulos aplicados por las autoridades del país tras el estallido de la crisis. Así, desde el frente monetario, el Banco Central ha recortado con fuerza la tasa de política monetaria hasta alcanzar el 6,25%, frente a niveles del 10% observados en la primera parte de 2009, aunque esta tendencia se rompió en septiembre cuando la autoridad monetaria volvió a elevar la tasa de referencia en 25 puntos básicos hasta el 6,5%. El activismo de la autoridad monetaria también se ha dejado notar en forma de intervenciones de distinta magnitud en los mercados de divisas para reducir la volatilidad del peso frente al dólar, aunque sin demasiado éxito: en 2008, el peso perdió un 14,6% de su valor frente al dólar, mientras que, en 2009, se revalorizó cerca de un 20% frente a la divisa estadounidense (la cotización del peso, no obstante, se ha estabilizado bastante en los últimos meses).

La crisis ha marcado un punto de inflexión en la expansión económica de los últimos años, aunque la recuperación está ganando intensidad

En todo caso, conviene señalar que este período de «laxitud» en las condiciones monetarias podría estar llegando a su fin, ya que existe una preocupación creciente acerca del nivel de precios de la economía, a pesar de que la inflación (6,3% en septiembre) se mantiene todavía contenida dentro de las bandas objetivo del Banco Central (entre un 3 y un 7% hasta junio de 2011; a partir de esa fecha el intervalo objetivo oscilará entre el 4 y el 6%).

En este sentido, la autoridad monetaria percibe dos focos principales de riesgos para el outlook

de inflación: (i) en el ámbito interno, el contexto de fuerte recuperación económica, que ha llevado a la tasa de paro a niveles históricamente reducidos (7% a principios del tercer trimestre) y que podría introducir presiones sobre los precios teniendo en cuenta que la revisión anual de los acuerdos salariales entre empresarios y trabajadores tendrá lugar en la parte final del año, y (ii) la evolución reciente al alza de los precios de las materias primas, cuyo impacto ya está encontrando traslado en las partidas más vinculadas a la alimentación y a la energía.

Los estímulos fiscales se han configurado como el otro gran elemento de soporte de la recuperación económica desde el ámbito público, aunque ello se ha traducido en una ralentización del proceso de consolidación fiscal iniciado por el Gobierno en 2004, cuando el déficit se encontraba en el 5% del PIB, situándose hoy en el 2%. La recuperación de la demanda interna y la consecuente mejora de la recaudación han permitido, sin embargo, poner freno al deterioro de las cuentas públicas en los últimos meses.

Precisamente, este último factor ha sido uno de los elementos decisivos de la mejora del rating

15 PRIMEROS CAPÍTULO EXPORTADOS A URUGUAY DESDE ESPAÑA EN 2009

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
85	Aparatos y materiales eléctricos	17.708,35	19,03
84	Máquinas y aparatos mecánicos	14.169,82	15,22
99	Conjunto de otros productos	6.512,76	7,00
88	Aeronaves; vehículos espaciales	3.911,13	4,20
39	Materias plásticas; sus manufacturas	3.647,78	3,92
49	Libros, publicaciones; artes gráficas	3.421,74	3,68
73	Manufacturas de fundición, hierro/acero	3.040,32	3,27
33	Aceites esenciales; perfumería	2.815,32	3,02
87	Vehículos automóviles; tractores	2.410,21	2,59
48	Papel, cartón; sus manufacturas	2.353,90	2,53
22	Bebidas todo tipo (excepto zumos)	2.280,26	2,45
31	Abonos	2.009,74	2,16
29	Productos químicos orgánicos	1.953,35	2,10
38	Otros productos químicos	1.683,02	1,81
3	Pescados, crustáceos, moluscos	1.612,72	1,73
	Subtotal	69.530,43	74,71
	Total productos exportados a Uruguay	93.071,43	100,00

15 PRIMEROS CAPÍTULO IMPORTADOS POR ESPAÑA DE URUGUAY EN 2009

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
2	Carne y despojos comestibles	47.013,12	32,00
44	Madera y sus manufacturas	45.189,52	30,76
10	Cereales	18.377,71	12,51
8	Frutas/frutos sin conservar	9.576,31	6,52
3	Pescados, crustáceos, moluscos	8.578,15	5,84
5	Otros productos de origen animal	4.779,05	3,25
30	Productos farmacéuticos	2.615,59	1,78
23	Residuos industria alimentaria	1.374,22	0,94
16	Conservas de carne o pescado	1.200,75	0,82
41	Pieles (exc. Peleter.); cueros	1.164,56	0,79
85	Aparatos y material eléctricos	1.065,24	0,73
4	Leche, productos lácteos; huevos	1.050,18	0,71
84	Máquinas y aparatos mecánicos	1.006,08	0,68
42	Manufacturas de cuero, marroquinería	601,63	0,41
20	Conservas verdura o fruta; zumo	293,34	0,20
	Subtotal	143.885,46	97,95
	Total de productos importados de Uruguay	146.898,12	100,00

Fuente: ESTACOM.

«RATING» RIESGO-PAÍS

EUROMONEY

	mar-10	sep-09	Var. (1)
Uruguay	47,79	54,50	-6,71
España	76,48	81,74	-5,26
Noruega (máx.)	94,05	98,14	-4,09
Zimbawe (mín.)	6,00	6,70	-0,70

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

«RATING» DEUDA SOBERANA

MOODY'S

NOVIEMBRE 2010

	Largo plazo	Corto plazo
Uruguay	Baa3	NP
España	Aa1	P-1

S. & P.

NOVIEMBRE 2010

	Largo plazo	Corto plazo
Uruguay	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.

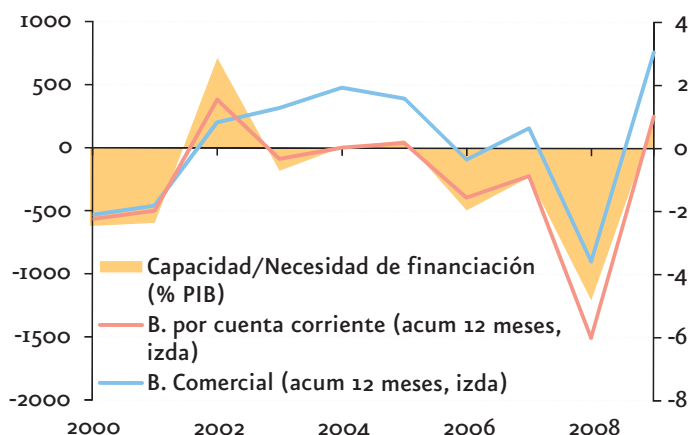
S.&P. De menor a mayor riesgo

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

del país por parte de Standard & Poor's en septiembre, subiendo en un grado la nota de la deuda soberana de Uruguay en divisa extranjera (desde BB- hasta BB). Los niveles actuales de deuda del Gobierno central (45% del PIB) y, sobre todo, la senda de reducción prevista para los próximos cinco años tanto en la deuda (hasta el 40% del PIB) como en el déficit público (hasta el 1% del PIB) en un entorno de gestión «macroeconómica» prudente, con crecimiento económico y ausencia de desequilibrios de relevancia en el sistema

Balanza comercial y por cuenta corriente en Uruguay

(Miles de euros)



Fuente: elaboración propia a partir de Ecowin.

financiero, se han configurado asimismo como factores de apoyo a la decisión adoptada por la agencia de calificación.

Con todo, el entorno de fuerte crecimiento y control de las cuentas públicas esperado para los próximos años en Uruguay no estará exento de ciertos retos. El más importante de ellos se refiere a la consolidación de la mejora observada en el último año en el saldo de la balanza por cuenta corriente, que, a cierre de 2008, presentaba unas necesidades de financiación del orden del 6% del PIB y que, a finales de 2009, registraba un ligero superávit (con datos hasta junio de este año, el superávit había ascendido hasta casi el 1% del PIB).

La mejora del rating del país responde a los esfuerzos de consolidación fiscal del Gobierno y a las favorables perspectivas de crecimiento

La balanza comercial se ha configurado como el principal responsable de la corrección de las necesidades de financiación de la economía uruguaya, tras la «transformación» del déficit de 926 millones de dólares en 2008 en un superávit cercano a los 800 millones en 2009. Conviene señalar, sin embargo, que la mayor parte de esta mejora en el saldo del sector exte-

rior ha venido explicada fundamentalmente por una reducción en el valor de las importaciones en 2009 (24%), asociada a la caída de los precios del petróleo y otras materias primas energéticas durante ese año, elemento este último que, de revertirse, podría llevar al saldo de la balanza por cuenta corriente de nuevo a terreno deficitario.

La formación de un sector exterior más competitivo se erige, en este sentido, como un elemento clave para contrarrestar este último riesgo. Debe señalarse que algo más del 40% de las exportaciones totales de bienes en Uruguay se refieren a productos primarios (carne de vacuno, soja, arroz, trigo, etc.), en los que apenas existe un proceso de elaboración que aporte valor añadido a la mercancía y que contrasta con los principales capítulos importados, entre los que se encuentran rúbricas como los automóviles, los teléfonos móviles o los vehículos de transporte. La configuración de una estructura exportadora menos dependiente de las ventas al exterior de productos agrícolas y ganaderos y, sobre todo, la adición de valor en la producción y distribución de artículos destinados a satisfacer la demanda externa se configuran como elementos clave para evitar futuros desequilibrios en la balanza de pagos del país.

RELACIONES COMERCIALES HISPANO-URUGUAYAS

La balanza comercial hispano-uruguaya ha sido deficitaria para España en los últimos cinco años, aunque es posible que el déficit comercial se reduzca en 2010 como consecuencia de la caída de flujos comerciales entre ambas economías. En lo que respecta al capítulo de inversiones, los últimos años se han caracterizado por una fuerte caída de las inversiones españolas en la economía sudamericana (han pasado de 228 hasta 14 millones de euros entre 2008 y 2009). La industria de servicios financieros y la del papel se configuran como los principales destinos de la inversión española en el país (con cerca de 182 y 163 millones de euros invertidos en cada sector, respectivamente, entre 2005 y 2010).

El sector energético concentra las mayores oportunidades de negocio para el inversor extranjero

Las exportaciones españolas a Uruguay se centran sobre todo en material eléctrico, así como en máquinas y aparatos mecánicos, mientras que, entre los capítulos importados por España, destacan la carne y otros productos de alimentación y la madera, representando todos ellos más de la mitad de las importaciones totales de bienes procedentes de ese país.

Teniendo en cuenta que la mayor parte de la producción de bienes en Uruguay procede de industrias relacionadas con el sector primario, existe un importante mercado potencial para las empresas españolas especializadas en la exportación de maquinaria agrícola, equipos de riego, abono y equipamiento para la clasificación de frutas y hortalizas, entre otros. El sector maderero ofrece asimismo un importante atractivo para el inversor extranjero, dada la existencia de amplios espacios forestales en el país que se encuentran todavía en sus estadios más iniciales de explotación.



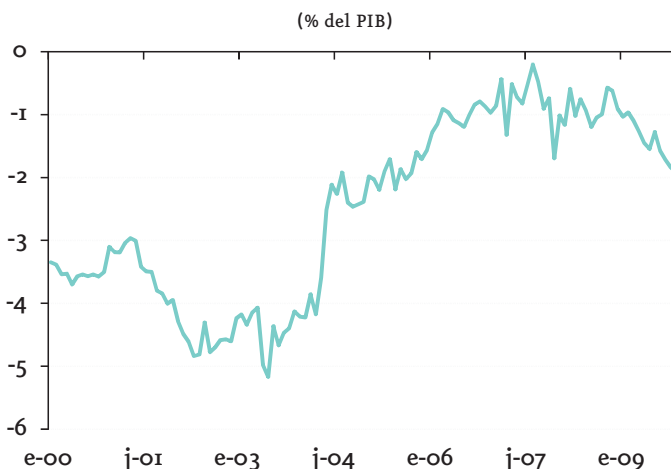
Puerto de Montevideo.

Imagen propiedad de Thinkstock.

El sector energético puede acoger también importantes oportunidades de negocio, sobre todo tomando en consideración la experiencia de las compañías españolas líderes en el desarrollo de fuentes de energía alternativas y la configuración del sector como una de las industrias objetivo de inversión del Gobierno, que se ha puesto como objetivo elevar el porcentaje de generación de energía a partir de fuentes renovables hasta el 15%

del total en 2015 (el nivel actual está en el 2%). La producción de energía en centrales de ciclo combinado o la generación de energía a través de biocombustibles cuentan todavía con una elevada demanda de equipamiento. La energía eólica se configura también como uno de los sectores con un mayor potencial de crecimiento, sobre todo por los programas de apoyo público a esta rama de la industria energética ::

Saldo público en Uruguay



Fuente: elaboración propia a partir de Ecowin.

Guerra de divisas: ganadores, perdedores y solución cooperativa

Ante la llamada «guerra de divisas» de las últimas semanas, ha habido propuestas para alcanzar un acuerdo similar a los de Plaza o Louvre a mediados de los ochenta. Una solución de carácter cooperativo para el conflicto exige, sin embargo, que determinados países acepten reevaluar sus monedas. Pero, en un entorno económico mundial deflacionista, ningún país está dispuesto a aceptar una moneda más fuerte. Analizamos las claves de la guerra de divisas y su posible solución en los próximos meses.

Departamento de Análisis de Afi



Imagen propiedad de Thinkstock.

ANTECEDENTES

Son de sobra conocidas las consecuencias negativas que sobre el crecimiento económico tiene el establecimiento de medidas proteccionistas con el objetivo inicial de defender la producción interna del país. La tarea de mantener un equilibrio competitivo en las relaciones comerciales pasa también por tener un tipo de cambio que no provoque alteraciones significativas en dichos intercambios. En este sentido, y teniendo en cuenta el actual entorno mundial deflacionista, ningún país está dispuesto a aceptar una moneda fuerte por los riesgos que supone para la recuperación la pérdida de competitividad.

Así, tanto países desarrollados como emergentes están llevando a cabo intervenciones de distinta índole en el mercado de divisas con el fin de poner freno a la tendencia apreciadora generalizada de sus monedas. De menor a mayor grado de condicionamiento explícito del comportamiento del mercado de divisas, podemos encontrar medidas de política monetaria, intervenciones directas en el mercado o controles para la entrada de capital extranjero.

Las señales de flexibilización que está ofreciendo la Reserva Federal de EEUU en materia de política monetaria a través de medidas adicionales de *quantitative easing* han provocado una depreciación significativa de la moneda estadounidense desde finales de agosto. Por el contrario, el BCE no parece dispuesto a adoptar medidas adicionales de «expansión cuantitativa», desligándose de la trayectoria del discurso de las autoridades estadounidenses. La consecuencia ha sido una fuerte apreciación frente a sus principales cruces.

SOLUCIONES ADOPTADAS, VARIABLES AFECTADAS Y POSIBLES CAUCES FUTUROS

Las reacciones más recientes a la debilidad del dólar han sido las del Banco de Japón y del Ministerio de Finanzas de Brasil a través del anuncio de intervenciones y el aumento de los controles de capitales, respectivamente, con un éxito dudoso: desde el anuncio de la intervención en el mercado por parte del Banco de Japón, el yen no sólo no se ha depreciado, sino que ha acentua-

do su fortaleza frente al dólar, hasta llevar al tipo de cambio a mínimos de los últimos 20 años, mientras que el real brasileño se sitúa en niveles de máxima fortaleza de los últimos tres años. Es cierto, no obstante, que no sabemos cuál hubiera sido la trayectoria de estas divisas en ausencia de estas medidas (posiblemente, la apreciación hubiera sido mayor).

En paralelo, el precio de las materias primas y, en concreto, de los metales preciosos no ha dejado de aumentar, recogiendo un efecto refugio de los inversores. Como era de esperar, las divisas más vinculadas a estas materias primas han registrado fuertes apreciaciones frente al dólar (el dólar canadiense, por ejemplo, se ha acercado a la par con su homónimo estadounidense).

Uno de los puntos de atención principales de los inversores es la evolución del renminbi. La divisa china se ha apreciado muy tímidamente: no hay cambios y de entrada, no podemos apostar porque las autoridades chinas opten por dejar flotar con mayor libertad su divisa, en la medida en que pondría en peligro un modelo de crecimiento exitoso basado en exportaciones fuertemente competitivas, que se traduce en una acumulación de reservas muy cuantiosa, y acentuaría posibles pérdidas sobre el contravalor en moneda local de las reservas en dólares del banco central.

Ante la llamada «guerra de divisas», ha habido propuestas para alcanzar un acuerdo similar a los de Plaza o Louvre a mediados de los ochenta

Y, por encima de todos, destaca el movimiento del euro. La divisa europea se ha apreciado más de un 15% desde los mínimos observados a mediados de agosto, favorecido por la actitud displicente del BCE, que tan sólo se ha pronunciado en contra de la «elevada volatilidad» de los mercados, pero que ha dado señales, al mismo tiempo, de endurecimiento en la provisión de liquidez. Las intervenciones en los mercados de divisas simplemente no están en la cartera de instrumentos del BCE.

En los últimos meses, algunos países desarrollados se han sumado a las oleadas de intervenciones de los países emergentes para evitar la apreciación de sus mone-

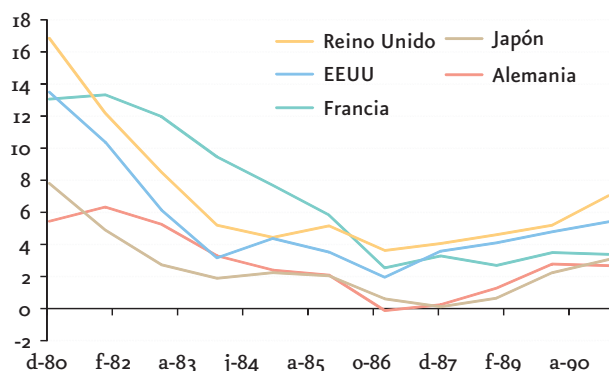
EL PAPEL DEL FMI Y ALTERNATIVAS INSTITUCIONALES

El FMI tiene entre sus funciones centrales la vigilancia sobre los desequilibrios globales y los desajustes de los tipos de cambio.

En la práctica, sin embargo, el FMI se limita, en casos de desalineamiento claro, a señalar, sin demasiada precisión, las monedas cuyo tipo de cambio está sobre o infravalorado de acuerdo con su metodología (en realidad, publica una estimación de la balanza por cuenta corriente de «equilibrio», que permite hacer inferencias sobre el tipo de cambio de equilibrio), pero no tiene instrumentos para presionar a los países para que adopten una determinada política.

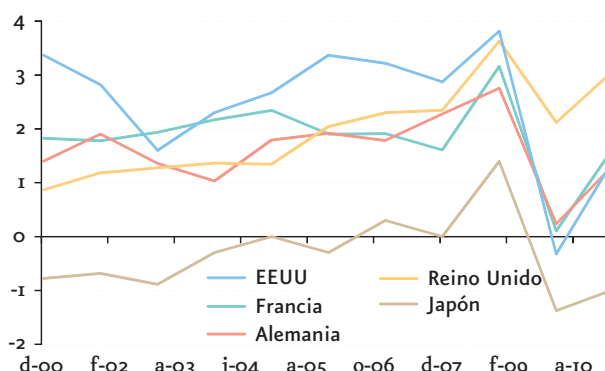
Se ha propuesto que la OMC pueda imponer sanciones a los países que practican devaluaciones competitivas, de manera que el FMI sería quien identificaría al infractor y la OMC impondría la sanción. Pero no se ha alcanzado ningún acuerdo y, tras la reunión celebrada a principios de octubre, parece que tampoco existe una elevada predisposición a actuar. Se ha propuesto cualquier decisión a las reuniones que en el mes de noviembre celebrarán el G-7 y el G-20.

**Inflación general en distintas economías
(1980-1990)**



Fuente: elaboración propia y FMI.

**Inflación general en distintas economías
(2000-2010)**



Fuente: elaboración propia y FMI.

das. Suiza y Japón son los casos más claros de intervenciones anunciadas. Existen considerables dudas sobre la efectividad de las intervenciones más allá de a corto plazo: en principio, sólo las intervenciones no esterilizadas son eficaces (y no siempre), lo que exige aumentar la base monetaria. En coherencia con esta filosofía, Japón ha anunciado y realizado una inyección extra de 2,12 billones de yenes (25 millones de dólares), además de una vuelta a la política de tipo de interés cero.

La acumulación de reservas en otros países revela una estrategia de intervención similar, aunque a veces no declarada. Las cifras de acumulación de reservas en los últimos años, sobre todo en emergentes, revelan estrategias de devaluación competitiva muy generalizadas. La contrapartida es la apreciación de las monedas que no intervienen (el euro, principalmente).

Algunos países emergentes han adoptado controles a las entradas de capitales para frenar la apreciación de sus monedas y evitar (i) una pérdida de competitividad que pueda dañar sus exportaciones y (ii) una burbuja de activos. En la tabla «Resumen de medidas adoptadas para contener la apreciación de las divisas de distintas economías» se detallan las principales medidas

adoptadas recientemente.

En este punto, es preciso señalar que ésta es la forma más explícita de condicionamiento del comportamiento de los tipos de cambio, seguida de la intervención puntual en los mercados (al estilo de Japón o Suiza) y del establecimiento de medidas de política monetaria ultralaxa (Reserva Federal).

En ausencia de acuerdo, el euro es el eslabón más débil, porque el BCE no parece dispuesto a medidas adicionales de «expansión cuantitativa» y su marco institucional hace muy difíciles las intervenciones

El modelo de crecimiento chino descansa en un tipo de cambio depreciado. La ligera apreciación nominal registrada en los últimos años no corrige apenas la infravaloración del renminbi. Las autoridades chinas argumentan que necesitan mantener el modelo actual para ir absorbiendo poco a poco a la población que emigra del campo a la ciudad.

El reciente anuncio de una emisión internacional en renminbi supone un cambio importante hacia el uso de la moneda china como moneda internacional (pero, para ello, deberán levantarse totalmente los controles de cambios). Con un siste-

ma bancario ineficiente y un porcentaje muy elevado de préstamos morosos (que, hasta ahora, no han sido un problema grave por el fuerte crecimiento de la economía), los controles de capitales son necesarios para evitar una salida masiva del elevado ahorro acumulado.

La acumulación de reservas es un riesgo para China y el resto del mundo: para China, porque los resultados del banco central son muy vulnerables a una depreciación del dólar; para el resto del mundo, porque pequeños cambios en la estrategia de inversión de China pueden provocar una alta volatilidad de las divisas y los tipos de interés.

El resto de los emergentes de Asia e, incluso, Japón no pueden despegarse excesivamente de la estrategia de tipo de cambio del renminbi. Sin embargo, todas las divisas asiáticas están registrando intensas presiones apreciadoras frente al dólar, lo que incrementa el riesgo de asistir a más medidas intervencionistas.

EL IMPACTO SOBRE EL EURO Y POTENCIALES REACCIONES

El régimen cambiario del euro es en teoría competencia del Eurogrupo (si se firma un acuerdo internacional al estilo del Plaza o del Louvre). En ausencia de este tipo de acuerdo, el tipo de cambio en el mercado es

el fruto exclusivo de la política monetaria del BCE. Y el BCE no contempla la posibilidad de intervenciones en los mercados de divisas, por varios motivos: porque no encaja en su esquema de política monetaria, centrado en objetivos internos; porque actuar debilitando la moneda propia puede ser interpretado como inflacionista, y porque no quiere ver su política monetaria subordinada a la de la Fed.

Es difícil que el BCE cambie de posición en este punto. Pero ¿sería posible que interviniera en el marco de una respuesta coordinada a nivel internacional a los movimientos que están teniendo lugar en el mercado de divisas?

Como posible cauce de solución al «conflicto» se ha sugerido un acuerdo internacional de estabilización de los tipos de cambio (o corrección de las trayectorias claramente incongruentes con los fundamentos o que provocan desequilibrios globales) mediante intervenciones coordinadas (cuya eficacia es mucho mayor que las de las intervenciones en solitario).

Pero el primer requisito para que se puedan plantear este tipo de acuerdos es que haya una solución cooperativa. Y es obvio que, si todos los países quieren devaluar, no existe solución cooperativa.

En parte, esta situación se debe al entorno deflacionista provocado inicialmente por la integración de China en la economía mundial (y su efecto depresivo sobre el precio de las manufacturas) y agravada en los últimos años por la crisis financiera internacional.

En los acuerdos de Plaza, a mediados de los años ochenta, Alemania y Japón aceptaron revaluar sus monedas frente al dólar. En el caso de Japón, esta revaluación

fue el origen de la recesión y deflación de la que todavía no ha salido este país, de ahí las reticencias de China a aceptar un acuerdo similar ahora.

En las circunstancias actuales, no hay candidatos a la revaluación voluntaria. Objetivamente, los países que deberían revaluar sus monedas, desde el punto de vista de la corrección de los desequilibrios globales, son aquellos en los que coincide un superávit corriente y una economía dinámica (tanto más si existen presiones inflacionistas).

China sería la principal opción, junto con algunas otras economías asiáticas (pero no la India, cuya balanza corriente presenta déficit). Pero, con la inflación relativamente contenida, el riesgo de revaluar es grande, frente a las ventajas de devaluar o mantener el *statu quo*.

CONCLUSIÓN

Es difícil que haya un acuerdo mientras los principales países perciban que la depreciación de la moneda propia sólo tiene beneficios y no costes. La situación podría cambiar si algunos países empiezan a experimentar tensiones inflacionistas. En este sentido, las economías emergentes, dada la mayor fortaleza que están registrando en sus fundamentos económicos, serían aquellas en las que ese riesgo podría materializarse antes.

Entretanto, nuestra percepción es que continuará la guerra de divisas, se generalizarán las intervenciones de carácter unilateral y los países emergentes mantendrán el establecimiento de controles de capitales, mientras que el euro, que parece ser el renglón de ajuste, se apreciará, a menos que el BCE cambie de política, lo que parece improbable ::

RESUMEN DE MEDIDAS ADOPTADAS PARA CONTENER LA APRECIACIÓN DE LAS DIVISAS DE DISTINTAS ECONOMÍAS

País	Medida	Fecha de adopción de la medida	Impacto en mercado (día del anuncio)
Japón	El Banco Central interviene en los mercados de divisas vendiendo yenes para frenar la revalorización de la divisa japonesa frente al dólar (en el mes de septiembre, la autoridad monetaria vendió 2,12 billones de yenes, unos 25.000 millones de dólares).	15/09/2010	Fuertes subidas en el Nikkei y depreciación de la divisa desde niveles de 82 yen/dólar hasta 85 yen/dólar en los días siguientes.
Brasil	El Gobierno eleva el tipo impositivo del impuesto sobre operaciones financieras (IOF) desde el 2 hasta el 4% para las inversiones extranjeras en renta fija. La medida pretende frenar la fuerte apreciación del real frente al dólar, que continúa apreciándose por debajo de la cota de 1,70 real brasileño/dólar.	05/10/2010	El día 5, el Bovespa cerró con un avance del 1,27%, mientras que el día 6 drenó un 1,04%. Ese mismo día, el real brasileño se depreciaba un 0,89% en su cruce contra el dólar
Tailandia	El Ministerio de Finanzas de Tailandia ha anunciado la retirada a los inversores extranjeros de la exención del 15% de retención fiscal sobre el rédito de las inversiones en títulos del Estado tailandeses. Se cobrará en las nuevas posiciones iniciadas por inversionistas extranjeros y se aplicará sólo a las inversiones en bonos del Gobierno, bonos del Banco de Tailandia y los bonos del Gobierno estatal.	12/10/2010	Débil apreciación del bath frente al dólar (0,3%). La Bolsa tailandesa rebotó un 0,4%.
Brasil	El Gobierno sube el tipo impositivo del IOF desde el 4 hasta el 6% para las inversiones extranjeras en renta fija y elevación del impuesto hasta el 6% (desde el 0,38%) en las garantías exigidas en las inversiones en el mercado de derivados brasileño	20/10/2010	

Fuente: elaboración propia.

La inclusión financiera^I se sitúa en la agenda global

¿Podemos imaginar desarrollar nuestra actividad diaria sin tener una cuenta corriente en el banco? En España, afortunadamente, es prácticamente imposible «sobrevivir» sin un número de cuenta bancaria, el producto financiero más básico de los existentes en el mercado. Ésta es una realidad diametralmente opuesta a la que enfrenta la mayoría de la población en gran parte de los países del mundo emergente y en desarrollo, en los que más del 70% de la población adulta carece de acceso a los más sencillos y básicos servicios financieros.

Verónica López Sabater



Imagen propiedad de Thinkstock.

Transacciones tan habituales como contratar servicios básicos para nuestro hogar (luz, agua, gas o teléfono), recibir nuestros sueldos y prestaciones sociales y realizar compras sin efectivo no son factibles sin contar con una numeración bancaria exigida por proveedores, empleadores y por las Administraciones. Tampoco se nos ocurre cómo ahorrar al margen del sistema financiero formal.

Yendo más allá, la posibilidad de recibir financiación para el normal desarrollo de nuestras actividades económicas y para la adquisición de bienes duraderos y de contar con una razonable cobertura ante la ocurrencia de eventos inesperados por medio de seguros son prácticas habituales para nosotros, a pesar de que, en la actual coyuntura, encontremos más dificultades para hacerlo que años atrás.

^I El pasado 26 de Octubre, Fundación Afi celebró, en Madrid, la II Jornada sobre Inclusión Financiera y Desarrollo. La edición de este año 2010 ha versado sobre regulación, innovación y educación para la inclusión financiera. Todos los lectores pueden consultar las ponencias en el blog movilybanca.afi.es, así como en la plataforma [slideshare](http://slideshare.net/fundacionafi) (www.slideshare.net/fundacionafi).



Imagen propiedad de Thinkstock.

Contémosle esto a un campesino del altiplano boliviano, a un pescador de la costa caribeña de Nicaragua, a un minero de Nigeria, a un ricksaw indio o a una madre de familia en el entorno rural de Kazajstán. Con una altísima probabilidad, ninguno de ellos conocerán el concepto de dinero más allá de su versión en efectivo (su tenencia en pequeñas cantidades y con elevada volatilidad) y su, aunque reducida, existente, capacidad de ahorro en otras modalidades que no sean las de invertir en animales de granja, en materiales de construcción o participar en mecanismos informales de ahorro en el seno de sus comunidades, como es el caso de los fondos rotatorios. El adelanto de ingresos futuros para consumo presente lo obtienen fundamentalmente de familiares, proveedores y prestamistas informales (agiotistas, usuarios o coyotes), en condiciones tremendamente onerosas (a cortí-

simo plazo y con tasas de interés que pueden llegar al 5% diario) y, en muchos casos, con elevado «riesgo personal».

Son múltiples las razones de esta situación, que radican tanto en la parte del oferente (entidades financieras) como de los demandantes (clientes y usuarios potenciales), así como de las Administraciones públicas

Este panorama ofrece unas pinceladas muy simplificadas de la situación de exclusión financiera en la que se encuentran «las mayorías» en la práctica totalidad de los países en desarrollo y en gran parte de los emergentes, resultando en el uso de mecanismos informales más caros, ineficientes e inseguros. Por escasez de espacio en esta sección, invitamos al lector a acudir, por ejemplo, a la última edición, correspondiente a 2010, del informe *Financial access: the state of financial inclusion through*

the crisis, del CGAP, para ilustrar con numerosos datos y desde diferentes perspectivas estas afirmaciones. En ella, y como indicadores más relevantes de la situación de la inclusión financiera en el mundo, destacamos la evolución que en el último año (2009) han experimentado los referidos a depósitos, créditos y puntos de atención. El número de depósitos y el depósito promedio (este último uno de los indicadores más relevantes para la medición de la inclusión financiera) han aumentado, no así el volumen de depósitos sobre el PIB. En cuanto a la variable crédito, su volumen en relación con el PIB ha disminuido y el número de operaciones se ha mantenido constante. Finalmente, la presencia de puntos de atención (sucursales, cajeros automáticos y terminales punto de venta) ha crecido en promedio y a un mayor ritmo en países de menores ingresos. El

informe arroja por tanto un mensaje positivo, pero sin olvidar que los excluidos siguen superando a los que disfrutan de un adecuado acceso.

Resultado de ello es una interesante agenda de reformas que numerosos países emergentes y en desarrollo han iniciado en los últimos años

Son múltiples las razones de esta realidad, que residen tanto en la parte del oferente de estos servicios (entidades financieras) como de los demandantes (clientes y usuarios potenciales), así como

del entorno normativo y regulatorio, cuya existencia, desarrollo y exigencia en su cumplimiento es potestad de las Administraciones públicas.

Del lado de las entidades financieras, destacan la debilidad institucional existente, el elevado perfil de riesgo percibido de todos aquellos individuos que no se encuentran en la élite económica, una visión comercial conservadora, las dificultades que entornos geográficos extensos y difícilmente accesibles y población dispersa imponen a su actividad y un espíritu poco innovador.

Por parte de los clientes y potenciales usuarios, además de enfrentar dificultades en el acceso a los servicios financieros motivados por la inexistencia de puntos de atención cercanos a su domicilio o centro de trabajo, la exclusión puede producirse de forma consciente, eligiendo no hacer uso de los mismos por ser éstos tremendamente onerosos (comisiones y saldos mínimos) y complicados los requisitos de acceso (capacidad de demostrar documentalmente la identidad y la generación de ingresos). A ello se suma un aún escaso nivel de cultura y educación financiera entre la población, que, unido a la falta de confianza en el sistema financiero, motivada fundamentalmente por las repetidas crisis financieras causantes de la desaparición de los ahorros, inhibe cualquier relación con el sistema financiero formal.

Para las Administraciones públicas, responsables de proteger los ahorros y garantizar la estabilidad financiera por medio de la elaboración de normativa y del ejercicio de la supervisión para su efectivo cumplimiento, sólo en los últimos tiempos han incluido entre sus prioridades un tercer elemento: la inclusión y la facilitación del acceso a los servicios financieros. Resultado de ello es una interesante agenda de reformas que numerosos países emergentes y en desarrollo han iniciado en los últimos años, en todas aquellas áreas condicionantes del acceso y el uso de los servicios financieros por parte de las poblaciones más desfavorecidas, así como limitantes de una mayor intervención de las entidades financieras: mejora de los mecanismos de protección al usuario financiero, exigencias de transparencia, fomento de la educación financiera, relajación de los requisitos de conocimiento del cliente (*KYC-know-your-customer*) motivados por la lucha contra el

PRINCIPIOS PARA LA INCLUSIÓN FINANCIERA INNOVADORA

1. **Liderazgo:** generación de un compromiso político amplio a favor de la inclusión financiera como herramienta que contribuye al alivio de la pobreza.
2. **Diversidad:** implantación de enfoques de política que promuevan la competencia y los incentivos de mercado para la garantía de acceso y uso, de forma sostenible, de un amplio abanico de servicios financieros (ahorros, crédito, pagos, seguros) y de una diversidad de proveedores.
3. **Innovación:** promoción de la innovación tecnológica e institucional como medio de expansión del acceso y uso de los sistemas financieros, incluyendo el fortalecimiento de las infraestructuras.
4. **Protección:** impulso de la protección al consumidor que reconozca los roles de Gobiernos, proveedores y usuarios.
5. **Capacitación:** desarrollo de la educación y capacidad financiera de los usuarios.
6. **Cooperación:** creación de un entorno institucional responsable y coordinado con los Gobiernos, así como favorecedor de alianzas entre agentes públicos y privados.
7. **Conocimiento:** uso de información y datos para el diseño de mejores políticas, y medición de los progresos. Consideración de un enfoque de «prueba y aprendizaje» aceptable tanto para el regulador como para los proveedores de servicios financieros.
8. **Proporcionalidad:** construcción de una política y marco regulatorio proporcionado con los riesgos y los beneficios asociados a los productos y servicios innovadores y basados en el entendimiento de las brechas y barreras existentes en la regulación vigente.
9. **Marco regulatorio:** consideración de los siguientes aspectos en el marco regulatorio, reflejo de los estándares internacionales, circunstancias nacionales y apoyo de un ambiente competitivo:
 - a. Régimen de lucha contra el lavado de dinero y prevención de la financiación del terrorismo adecuado, flexible y basado en el riesgo.
 - b. Condiciones para la interacción física entre el proveedor y el cliente.
 - c. Régimen regulatorio claro para el desarrollo del dinero electrónico.
 - d. Incentivos de mercado para alcanzar los objetivos de interoperabilidad e interconexión a largo plazo.

Fuente: www.cgap.org.

lavado de dinero y financiación del terrorismo, facilitación de la existencia de cuentas de ahorro «básicas», promoción de la «banca sin sucursales», vigilancia del sobreendeudamiento (también sufrido en nuestro país) y fomento del uso del sistema financiero formal en la transferencia de subsidios del Estado a los ciudadanos (G2P o *government to person*), entre otros.

Y es que la lucha por la inclusión financiera, que hace no muchos años resultaba sólo de interés a los más cercanos y sensi-

bilizados con el mundo de la cooperación al desarrollo², como es el caso de organismos multilaterales y bilaterales de desarrollo, fundaciones, organizaciones no gubernamentales e investigadores, por fin está consiguiendo ocupar un espacio en las agendas de los países más poderosos del mundo, encargados de perfilar y definir los asuntos prioritarios en la agenda global.

Ejemplo notable de ello es la reciente asunción por parte del G-20 (en la cumbre celebrada en

Toronto el pasado mes de junio) de los nueve principios para la inclusión financiera innovadora, detallados en el cuadro adjunto. El anuncio de los principios fue acompañado por el compromiso de elaboración de un plan de acción para su adecuado desarrollo y cumplimiento, plan que será aprobado este mismo mes de noviembre en la Cumbre del G-20 con sede en Seúl. Una vez lo conozcamos, daremos debido seguimiento a este importante compromiso ::



Imagen propiedad de Thinkstock.

² Para todos aquellos lectores sensibilizados por el tema de este observatorio, señalar que la ciudad de Valladolid será sede, en el mes de noviembre del próximo año 2011, de la celebración de la Cumbre Mundial del Microcrédito, que acogerá a más de dos mil delegados de un centenar de países.

La IED mundial en 2009

La Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), en su vigésimo informe sobre las inversiones en el mundo, destaca el descenso mundial de la inversión extranjera directa (IED) en 2009. A pesar de este dado negativo, del informe se desprenden algunos datos optimistas sobre el futuro desempeño de la economía mundial.

Esther Rodríguez Fernández



Imagen propiedad de Thinkstock.

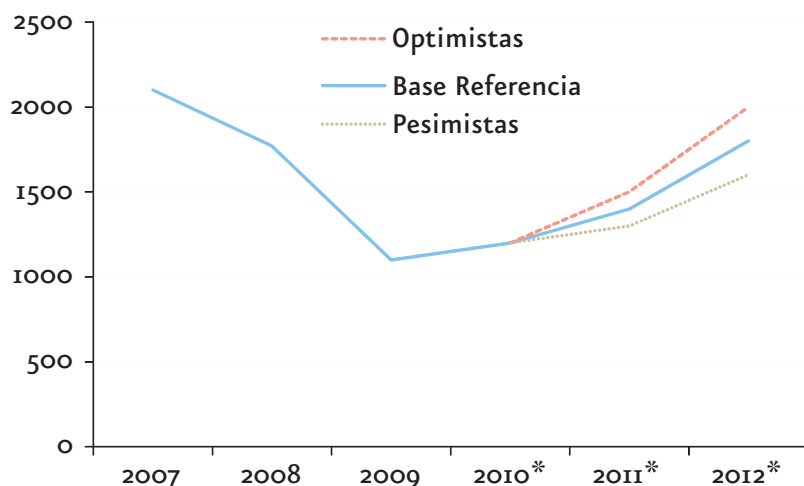
EVOLUCIÓN DE LA IED EN 2009

La recuperación de la IED está teniendo lugar tras la caída drástica de los flujos mundiales de inversión en 2009. Después de un retroceso en 2008 del 15,7% de las entradas de IED y del 14,9% de las salidas, en 2009 las entradas de IED cayeron un 37,1% adicional hasta los 1,4 billones de dólares y las salidas un 42,9% hasta los 1,1 billones. El repunte de los flujos de IED, no obstante, no será tan inmediato. En el primer semestre de 2010, la recuperación fue, según la UNCTAD, «modesta e irregu-

lar», lo que «despierta un optimismo prudente acerca de las perspectivas de la IED a corto plazo y una recuperación más completa para más adelante». La misma fuente prevé que los flujos mundiales de IED superen los 1,2 billones de dólares en 2010, que alcancen los 1,3-1,5 billones de dólares en 2011 y que siga aumentando en 2012 hasta los 1,6-2 billones de dólares, cuando se prevé que la IED vuelva a alcanzar los niveles anteriores a la crisis. En todo caso, el cumplimiento de estas previsiones dependerá del ritmo al que mejoren las condiciones ma-

Flujos de IED y proyecciones para 2010-2012

(Millones de dólares)



*Proyección.

Fuente: elaboración propia a partir de UNCTAD, World Investment Report 2010.

croeconómicas mundiales, los beneficios empresariales y el comportamiento de los mercados bursátiles, que, además, alimentan la confianza de los empresarios.

La UNCTAD prevé que la recuperación de los flujos comience en 2010, pero sobre todo ésta tendrá lugar en 2011 y 2012

El descenso de la IED en 2009 se explica, en gran medida, por la disminución de las fusiones y adquisiciones transfronterizas. Las adquisiciones en el extranjero, que representan un 65% del total de las operaciones de IED, experimentaron una contracción del 34%, mientras que los proyectos de IED en nuevas instalaciones sólo se redujeron en un 15%. Las fusiones y adquisiciones son, en general, más sensibles que los proyectos de nuevas instalaciones a las condiciones financieras porque la volatilidad en los mercados no favorece la determinación de un precio, elemento clave para una fusión o adquisición. Además, la crisis financiera ha restringido el crédito disponible en los mercados financieros internacionales para este tipo de operaciones.

LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN RECIBIERON EN 2009 CASI LA MITAD DE LAS ENTRADAS MUNDIALES DE IED

Aunque las entradas de IED en las economías en desarrollo y en transición disminuyeron en 2009 un 27% (548.000 millones de dólares), este descenso fue menor que el registrado por los países desarrollados (44%) y ha sido la primera vez que han recibido casi la mitad (49,2%) de las entradas de IED a nivel mundial. El peso de las economías en desarrollo y en transición se ha ido incrementando progresivamente: en 2007, su cuota era apenas un 31,2%; en 2008, la proporción creció significativamente (un 36,1%) hasta alcanzar el 42,5%.

Prueba de la creciente importancia de las economías emergentes es que la mitad de los seis principales países receptores de IED son economías en desarrollo o en transición, concretamente China, Hong Kong y la Federación de Rusia, que se encuentran también entre los 20 mayores inversores del mundo. A pesar del mayor peso de éstas economías en las corrientes mundiales de IED, Esta-

dos Unidos continuó siendo el mayor receptor de IED, con 129,9 miles de millones de dólares, seguido por China, que pasó a ocupar el segundo lugar (95,0 miles de millones de dólares).

Estos datos esconden, sin embargo, una realidad más heterogénea. No todas las economías en desarrollo y en transición han capeado la crisis financiera con la misma soltura, atrayendo diferentes niveles de inversión extranjera. Así, entre los países BRIC (Brasil, Federación de Rusia, India y China), se observa una gran variabilidad. China vio cómo la contracción de las entradas de IED era del 12,3%, mientras que la Federación de Rusia registró un descenso del 48,7%. En el caso de los 40 países menos adelantados, los flujos descendieron un 14%, hasta 28.000 millones de dólares. Aunque este dato es menor que la contracción que ha tenido a nivel mundial (37,1%), el dato es preocupante, porque la IED representa un porcentaje muy alto de la formación de capital de estas economías (muchos carecen de sistemas financieros lo suficientemente desarrollados como para financiar proyectos de grandes dimensiones) y, además, en estos países la IED se asocia a transferencias de tecnología y *know-how*.

Como se ha afirmado más arriba, los países desarrollados son los que han registrado un descenso más acusado, concretamente un 44% hasta los 556.000 millones de dólares. América del Norte fue la región más afectada, registrando una caída del 60,9%, mientras que en Europa el retroceso de los flujos de entrada de IED fue del 32,6%. Hay países como el Reino Unido, tradicionalmente una economía importante como receptora en Europa, y España que vieron reducidos sus flujos muy por encima de la media europea (50,1 y 79,5%, respectivamente). En este contexto, cabe destacar a Alemania, que registró un incremento

del 45,9% debido principalmente a un alza de los préstamos intraempresariales.

NUEVOS PATRONES DE COMPORTAMIENTO DE LA IED

La crisis financiera no sólo ha afectado la disponibilidad de capital para financiar operaciones, sino que también ha alterado otros patrones de comportamiento de la IED, además del ya mencionado creciente peso relativo de las economías emergentes como fuente y destinatario de IED. La ralentización económica actual ha dado lugar a diferencias notables entre las pautas antes de la crisis y las que están teniendo lugar actualmente y que, probablemente, tendrán lugar a corto y medio plazo. Por un lado, la IED asociada a las manufacturas continuará cayendo en comparación con la de los servicios y el sector primario. Por otro lado, a pesar del impacto significativo que ha tenido la crisis en la IED, ésta no ha detenido la creciente internacionalización de la producción. Según los datos de la UNCTAD, tanto en 2008 como en 2009, las ventas y el valor añadido de las filiales extranjeras de empresas transnacionales registraron una reducción menor que la economía

mundial. Una muestra de la continua internacionalización de las empresas es que el pasado año el número de trabajadores de empresas transnacionales aumentó ligeramente hasta los 80 millones. Es necesario destacar que es en las economías en desarrollo y en transición en las que se encuentra actualmente la mayor parte de los trabajadores en filiales extranjeras.

LAS POLÍTICAS NACIONALES FUERON FAVORABLES EN 2009 A LA INVERSIÓN EXTRANJERA, AUNQUE ESTO PUEDE CAMBIAR

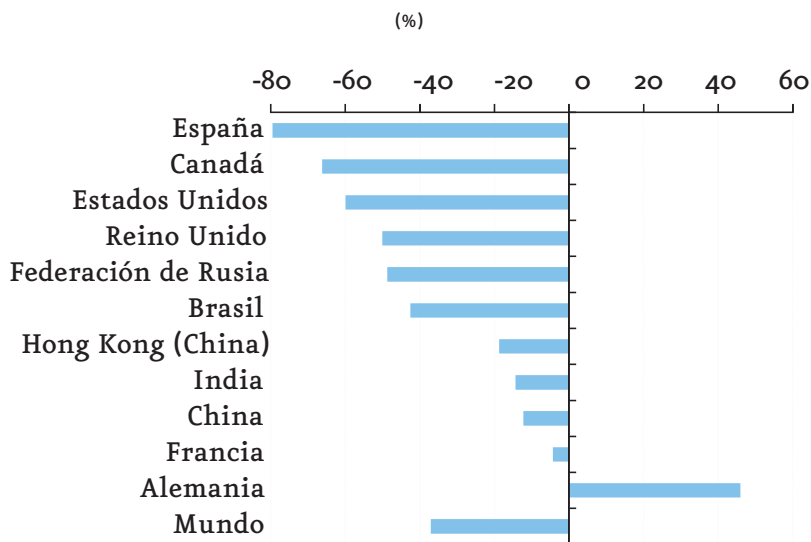
Basado en la experiencia de la Gran Depresión, la UNCTAD, entre otros, temía que, en respuesta a la recesión global, los Gobiernos adoptasen medidas proteccionistas diseñadas para obstaculizar las adquisiciones extranjeras. Hasta la publicación del informe, no existían evidencias objetivas de que esto hubiera sucedido. Así, el pasado año, las políticas de inversión fueron, en general, más favorables a la inversión extranjera. De las 102 nuevas medidas nacionales que afectaron a la inversión extranjera en 2009, 71 tendían a una mayor liberalización y facilitación de la inversión extranjera

y 31 restringían la IED. Aun así, es necesario destacar que esta cifra representa un 30,39% del total y constituye la mayor proporción desde 1992, el primer año en el que la UNCTAD comenzó a informar sobre este tema. Entre las medidas de promoción de la IED se encontraban la relajación de los controles previos a la inversión, la simplificación de los procedimientos de aprobación y la aceleración de la concesión de licencias para proyectos. Entre las 31 medidas nacionales adoptadas que restringen la IED, destacan el establecimiento de nuevas limitaciones a la participación extranjera en algunas industrias o la adopción de procedimientos más estrictos para el examen y la aprobación de inversiones.

La crisis financiera, probablemente, altere los patrones de comportamiento de los flujos de IED

Sin embargo, la debilidad del dólar y el potencial riesgo de una mayor depreciación, unido a las nuevas intervenciones en países, tanto desarrollados como emergentes, para limitar la velocidad de apreciación de sus divisas pueden dar lugar a una nueva ola de proteccionismo. Ante la fortaleza de sus monedas respecto al dólar estadounidense, entre otros Japón, Suiza, Corea del Sur, Brasil y Tailandia han anunciado acciones para contener el movimiento apreciador de sus divisas. En materia de inversiones, la tendencia de menor liberalización puede empeorar aún más cuando los Gobiernos empiecen a vender las participaciones en los bancos y en otras empresas que han adquirido durante la crisis económica. La salida prevista de los fondos públicos de las industrias insignia podría desencadenar una nueva ola de nacionalismo económico para proteger a los «campeones nacionales» frente a las adquisiciones extranjeras ::

Cambio de IED 2008-2009



Fuente: elaboración propia a partir de UNCTAD, World Investment Report 2010.

Nueva línea para

inversiones

en **EEUU** de **Cofides**

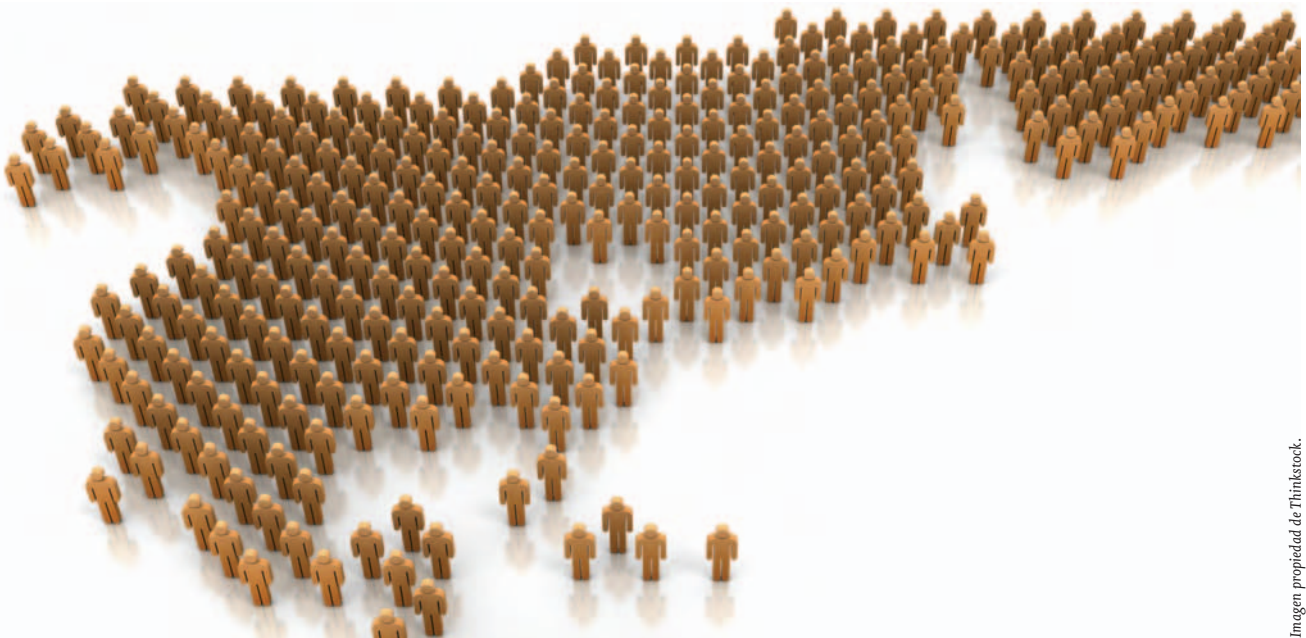


Imagen propiedad de Thinkstock.

Dotada con 100 millones de euros, la línea de Cofides está dirigida a la financiación, a medio y largo plazo, proyectos de inversión privados y viables en EEUU que contribuyan a la internacionalización de las empresas españolas o de la economía española.

Departamento Internacional de Afi

Que EEUU es un mercado ineludible para la empresa española es algo que nadie cuestiona. Primera economía mundial, con el 24% de la producción global, EEUU es un mercado de más de 300 millones de consumidores y una renta per cápita de cerca de 47.000 dólares. Absorbe el 14% de las importaciones mundiales y figura como el principal emisor (19%) y receptor (12%) de inversión internacional. Por todo ello, no sorprende que EEUU se haya convertido en un socio destacable de España tanto en términos de exportaciones como de inversiones. En 2009, España

exportó a aquel país 5.800 millones de euros, lo que coloca a EEUU como el sexto mayor destino de nuestras ventas en el exterior. España es, además, el sexto inversor en el país, situándose por detrás de países como Canadá, Reino Unido, Francia y Bélgica. En 2009, las empresas españolas invirtieron allí 4.887 millones de euros, lo que supone un 36% de la inversión directa total española en el exterior. Se estima que en torno a unas 570 empresas españolas están establecidas en aquel mercado. Estas consideraciones, junto a otros factores, son probablemente los que llevaron a la Ad-

ministración española en 2008 a considerar EEUU como mercado prioritario de su acción comercial exterior y los que también explican que Cofides haya diseñado una línea de financiación específica de inversiones españolas en EEUU. Presentar las características de esta línea es el principal objetivo del presente artículo.

PRESENTACIÓN DE COFIDES

Cofides es una sociedad mercantil estatal creada en 1988, que tiene el objetivo de facilitar financiación, a medio y largo plazo, a proyectos privados viables de inversión en el exterior en los que exista algún tipo de interés español. Cuenta para ello con recursos propios para financiar proyectos de inversión en países emergentes y en desarrollo y con recursos en administración (fondos estatales FIEEX y FONPYME) con los que financia proyectos en cualquier país del mundo y sector (excepto el inmobiliario y defensa) con importes comprendidos entre 250.000 y 25 millones de euros por proyecto.

DOTACIÓN

La línea de financiación de inversiones en EEUU está dotada con 100 millones de euros, cuyos recursos proceden del Fondo de Inversiones en el Exterior (FIEEX, 90 millones de euros) y del Fondo para Operaciones de Inversión en el Exterior de la Pequeña y Mediana Empresa (FONPYME, 10 millones de euros).

EEUU se ha convertido en el 6º mayor destino de las exportaciones españolas. España es, además, el sexto inversor en el país, situándose por detrás de países como Canadá, Reino Unido, Francia y Bélgica

La nueva línea se suma a las otras siete líneas vigentes. En 2009, se creó la Línea India y se renovaron

los importes para el resto de líneas: Línea Países Ampliación de la UE (110 millones de euros), Línea México (100 millones de euros), Línea China (90 millones de euros), Línea Brasil (70 millones de euros), Línea Marruecos (50 millones de euros) y Línea África subsahariana (50 millones de euros).

PROYECTOS FINANCIABLES

La línea está dirigida a la financiación, a medio y largo plazo, de proyectos de inversión privados y viables en EEUU que contribuyan a la internacionalización de las empresas españolas o de la economía española. Aun cuando la línea está dirigida a financiar inversiones productivas en cualquier rubro de actividad, gozan de prioridad los siguientes sectores: infraestructuras, energías renovables, medioambiente, biotecnología y tecnologías de la información.

INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN

La línea puede instrumentarse a través de participaciones en capital o instrumentos próximos al quasi capital, como préstamos subordinados, préstamos participa-

tivos o préstamos de coinversión con remuneración ligada a los resultados del proyecto, pero siempre en régimen de cofinanciación con los promotores.

CARACTERÍSTICAS DE LA FINANCIACIÓN

La línea puede financiar proyectos por importe de entre 250.000 y 25 millones de euros, con un límite máximo de financiación del 70% de la inversión total de proyecto en los préstamos de coinversión y del 49% del capital social de la empresa del proyecto en las participaciones en capital.

La financiación por parte de Cofides en los proyectos es temporal, con períodos de inversión que pueden oscilar entre 5 y 10 años, en función de la naturaleza del proyecto y, en cualquier caso, de lo pactado con el promotor del proyecto.

El recurso a este tipo de financiación lleva aparejado dos tipos de comisiones: una comisión de estudio del 0,5% del volumen de apoyo solicitado, pudiendo reducirse o eliminarse en determinados casos, y una comisión de formalización del 0,8% de la inversión comprometida ::

CONTENIDO DE LA SOLICITUD

Descripción básico del proyecto y del promotor:

- Razones que han llevado al promotor a acometer el proyecto
- Memoria del proyecto. Situación actual y calendario previsto de ejecución
- Análisis del mercado
- Descripción del promotor (memoria, capacidad técnica y comercial, experiencia internacional) y, en su caso, de los socios locales
- Necesidades de personal. Curriculum vitae del equipo de gestión de proyecto.

Información económica y financiera:

- Solicitud del apoyo financiero que se hace a Cofides
- Estados financieros auditados (tres últimos ejercicios) del promotor, del garante (si fuera distinto del anterior) y, en su caso, de los socios locales, así como de la empresa de proyecto si está en funcionamiento
- Estado de origen y aplicación de fondos del proyecto con detalles de sus diferentes partidas y financiadores
- Proyecciones financieras (balances, cuenta de pérdidas y ganancias y flujos de caja) del proyecto y del promotor y/o garante, detallando las hipótesis básicas utilizadas en su elaboración (con horizonte temporal análogo al eventual plazo de permanencia de Cofides en el proyecto descrito en el punto solicitud de apoyo financiero)

Aspectos medioambientales y sociales relevantes del proyecto:

- Formulario medioambiental y social según modelo proporcionado por Cofides

Fuente: Cofides.

COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE FINANCIACIÓN DEL DESARROLLO (COFIDES)*

FONDOS EN ADMINISTRACIÓN

Fondo para Inversiones en el Exterior (FIEEX)

- **Objetivo:** realizar inversiones temporales y minoritarias en los fondos propios de las empresas situadas fuera de nuestro país, tratándose de proyectos viables de carácter privado en el exterior en los que exista algún tipo de interés español
- **Importe mínimo:** EUR 1.000.000
- **Importe máximo:** EUR 25 millones
- **Dotación anual (2010):** EUR 772 millones

Fondo para Operaciones de Inversión en el Exterior de la Pequeña y Mediana Empresa (FONPYME)

- **Objetivo:** realizar inversiones temporales y minoritarias en los fondos propios de las PYME situadas fuera de nuestro país con proyectos en los que exista algún tipo de interés español
- **Importe mínimo:** EUR 250.000
- **Importe máximo:** EUR 4.000.000
- **Dotación anual (2010):** EUR 45 millones

FONDOS PROPIOS

Línea de financiación de inversiones en el sector servicios (FINSER)

- **Objetivo:** financiación en condiciones especiales para los proyectos viables de inversión en el sector servicios en los que exista algún tipo de interés español
- **Préstamos de coinversión y ordinarios a medio y largo plazo**
- **Importe máximo:** 50% del valor de la inversión
- **Periodo de amortización:** entre tres y cinco años

Línea de financiación de inversiones en el sector turístico (FINTUR)

- **Objetivo:** financiación en condiciones especiales para proyectos viables de inversión en el sector turístico en los que exista algún tipo de interés español
- **Importe máximo:** EUR 25 millones, con un máximo del 50% del volumen de inversión del proyecto

Línea de financiación de inversiones en el sector medioambiental (FINAM)

- **Objetivo:** financiación en condiciones especiales para los proyectos viables de inversión en el sector medioambiental en los que exista algún tipo de interés español
- **Importe mínimo:** EUR 1.000.000
- **Importe máximo:** EUR 15 millones, con un máximo del 50% del volumen de inversión del proyecto
- **Periodo de amortización:** hasta 10 años con un máximo de tres años de carencia

Línea de financiación de inversiones españolas con marca (FINBRAND)

- **Objetivo:** promoción de proyectos privados viables con interés español promovidos por empresas españolas en posesión de una marca relevante
- **Importe mínimo:** EUR 500.000
- **Importe máximo:** EUR 25 millones
- Se financia hasta el 50% de las necesidades a largo plazo del proyecto, con el límite de la aportación, dineraria o de otro tipo, que realice el promotor

Línea de financiación de inversiones de empresas españolas franquiciadoras (FINFRANQUICIA)

- **Objetivo:** financiación en condiciones especiales para los proyectos viables de internacionalización de empresas españolas franquiciadoras
- **Importe mínimo:** EUR 500.000
- **Importe máximo:** EUR 25 millones

Línea de financiación de inversiones en el sector de concesiones de infraestructuras (FINCONCES)

- **Objetivo:** financiación para proyectos de inversión en el exterior en concesiones de infraestructuras y servicios públicos participados mayoritariamente por empresas españolas, en régimen concesional o en régimen público privado (PPP)
- **Importe mínimo:** EUR 1.000.000
- **Importe máximo:** EUR 25 millones, con un máximo del 50% de las necesidades a largo plazo del proyecto, con el límite de la aportación que realice el promotor

Línea de financiación de inversiones en el sector de concesiones de infraestructuras (FINCONCES)

- **Objetivo:** financiación para proyectos de inversión en el exterior en concesiones de infraestructuras y servicios públicos participados mayoritariamente por empresas españolas, en régimen concesional o en régimen público privado (PPP)
- **Importe mínimo:** EUR 1.000.000
- **Importe máximo:** EUR 25 millones, con un máximo del 50% de las necesidades a largo plazo del proyecto, con el límite de la aportación que realice el promotor

Línea de financiación de inversiones en el sector de las energías renovables (FINER)

- **Objetivo:** financiación a medio y largo plazo de proyectos privados y viables de inversión en el exterior cuyo objeto comprenda actividades tales como la generación, transformación, transmisión, distribución y comercialización de energía producida a partir de fuentes renovables, bajo esquemas tanto de colaboración público privada, como puramente privados
- **Importe mínimo:** EUR 250.000
- **Importe máximo:** EUR 25 millones, con un máximo del 50% de las necesidades a largo plazo del proyecto, con el límite de la aportación que realice el promotor

Línea de financiación de inversiones del sector electrónico y de tecnologías de la información y comunicación (FINTEC)

- **Objetivo:** financiación a medio y largo plazo de proyectos de inversión en el exterior privados y viables, acometidos por empresas del sector electrónico y de tecnologías de la información y comunicación, en los que exista interés español
- **Importe mínimo:** EUR 250.000
- **Importe máximo:** EUR 25 millones, con un máximo del 50% de las necesidades a largo plazo del proyecto, con el límite de la aportación que realice el promotor

Línea de financiación de inversiones generadoras de derechos de emisión de CO₂ (FINCARBONO)

- **Objetivo:** apoyo financiero (participaciones en capital, préstamos ordinarios y de coinversión, con remuneración ligada a resultados del proyecto) para los proyectos viables que se puedan considerar mecanismo de desarrollo limpio (MDL) o mecanismo de acción conjunta (MAC), tal y como los define el Protocolo de Kioto
- **Importe mínimo:** EUR 1.000.000
- **Importe máximo:** EUR 25 millones, con un máximo del 50% del volumen de inversión del proyecto

Fuente: COFIDES.

* Ofrece apoyo financiero para proyectos de inversión privada de empresas españolas en mercados exteriores mediante, entre otros, los siguientes programas y líneas



«También estamos legando a nuestros jóvenes unas sociedades endeudadas hasta niveles no vistos desde el final de la Segunda Guerra Mundial»

La alianza de las generaciones

Hace dos décadas, el politólogo Samuel Huntington publicó uno de los artículos más influyentes sobre el estado actual del mundo. Se titulaba «El choque de las civilizaciones» y auguraba un futuro complicado en las relaciones entre países a causa de las enormes y, en su opinión, insalvables diferencias culturales.

En el último encuentro de tormenta de ideas organizado por Banca Cívica en Pamplona, denominado Saviálogos, tuve la oportunidad de debatir con empresarios, pensadores y políticos el problema del choque intergeneracional que estamos viviendo tanto en Europa como en Estados Unidos y en Japón. La generación que ahora merecidamente se jubila y la generación de los que nacimos en los años sesenta o setenta, estamos dejando en herencia a los jóvenes un mundo fragmentado y conflictivo, sumido en la globalización y transformado por el cambio tecnológico. Además, nuestra herencia consiste en entregar a la generación joven una sociedad envejecida, endeudada y paralizada.

El envejecimiento de la población europea, estadounidense y japonesa se ha convertido ya en un tópico. La simultánea caída de la natalidad y el aumento de la esperanza de vida amenazan con atenuar a la generación joven. No solamente van a tener que pagar las pensiones de sus padres y abuelos, sino que, además, se enfrentan a un mercado de trabajo anticuado e ineficaz a la hora de crear el tipo de empleo que la globalización y la tecnología requieren. Las empresas a duras penas consiguen adaptarse a esta nueva realidad, ni en términos de reajuste de sus estrategias productivas ni tampoco en cuanto a su oferta de productos y servicios. Muchas de ellas han arrojado la toalla y decidido que el futuro se encuentra en las economías emergentes. A uno le cuesta visualizar cómo la genera-

ción joven va a arreglárselas para pagar las pensiones de una generación de jubilados numéricamente mayor.

También estamos legando a nuestros jóvenes unas sociedades endeudadas hasta niveles no vistos desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Esta situación se ha agudizado a raíz de la actual crisis económica y financiera global, pero tiene sus orígenes en la crisis de los años setenta y en las soluciones de política económica puestas en práctica durante los años ochenta y noventa y la primera década del siglo XXI. Hemos realizado cuantiosas inversiones, presumiblemente para garantizar el futuro, y al mismo tiempo rebajado los impuestos; hemos facilitado el endeudamiento de las familias para incentivar el consumo (no la inversión) y erigirlo como principal componente de la economía y hemos liberalizado los mercados financieros y pedido dinero prestado sin pensar que los inversores podrían perder la confianza.

Y también hemos creado una sociedad paralizada, en la que resulta difícil realizar reformas de calado y pedir sacrificios a la población. Tras décadas de aumento del nivel de vida y del bienestar, nos hemos convertido en sociedades tremendamente conservadoras desde el punto de vista político y de política económica. Mientras tanto, las economías emergentes continúan su ascenso, limitando aún más las posibilidades laborales de la generación joven en Europa, Estados Unidos y Japón.

La generación que nos sigue se enfrenta, por tanto, a un desempleo y subempleo galopantes y a unas cuentas que pagar cada vez más onerosas. El choque de las generaciones está, desde mi punto de vista, garantizado, a no ser que logremos forjar una «alianza de las generaciones», la cual, seguramente, requerirá sacrificios importantes y políticas más creativas ::

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

Cambio de estrategia

La confrontación de discursos monetarios entre la Reserva Federal y BCE, con una extensión del programa de política monetaria no convencional del primero y un planteamiento de un esquema de «estrategia de salida» por parte del segundo, ha dejado un nuevo panorama en la evolución de los mercados financieros: movimientos destacados en el mercado de divisas, ganancias en las Bolsas, divergencias en las curvas de tipos de interés soberanas, etc.

Luis Hernánz

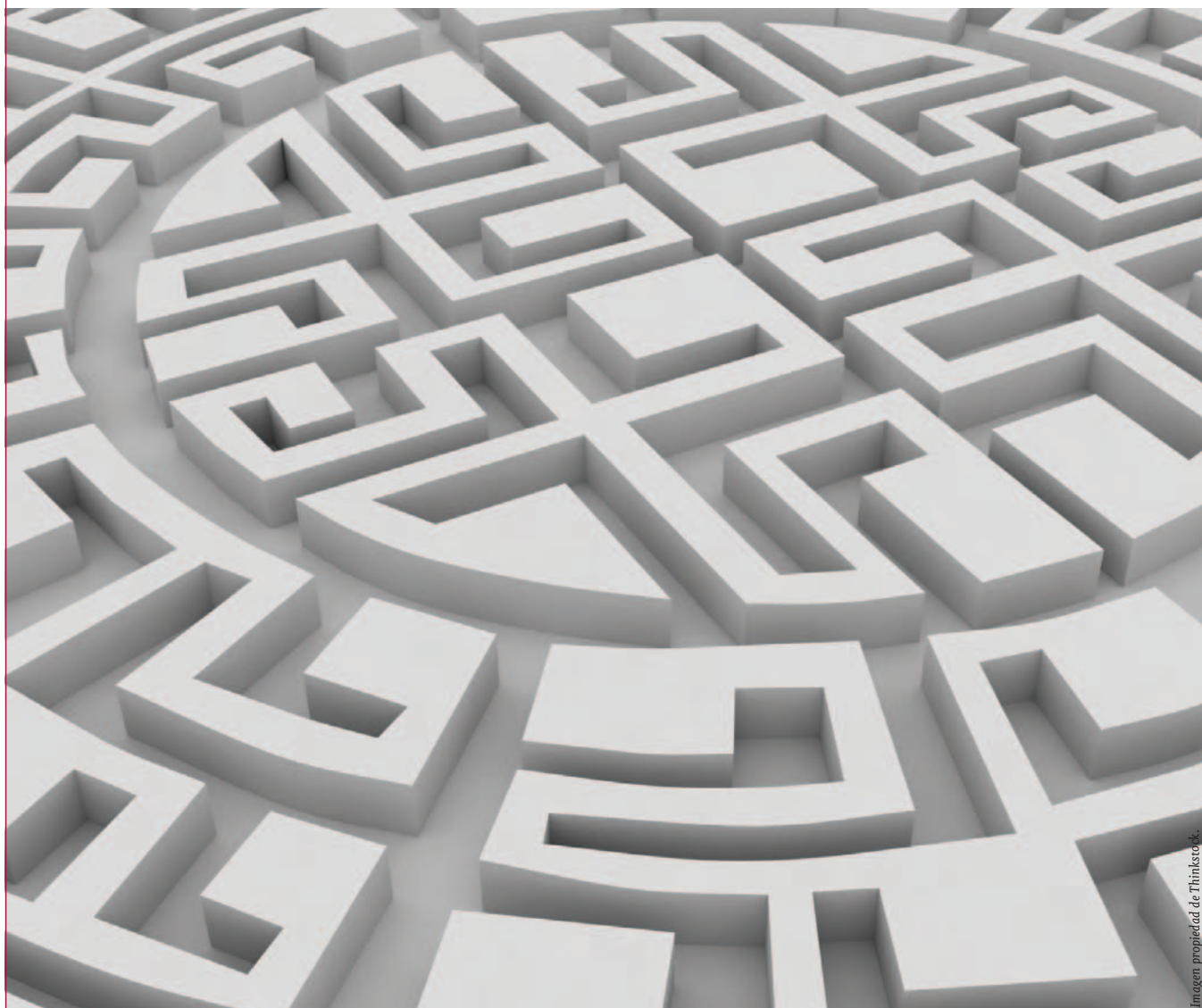


Imagen propiedad de Thinkstock.

PANORAMA ACTUAL

Los intensos movimientos en el mercado de divisas y en las curvas de tipos de interés resumen los aspectos más destacados del comportamiento de los mercados financieros en las últimas semanas.

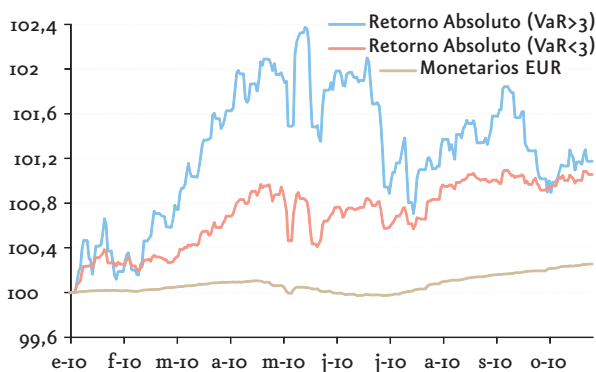
En primer lugar, el movimiento de depreciación a nivel global del dólar, que comenzó a finales de agosto, se ha consolidado con el índice DXY del dólar alcanza un 6% de depreciación acumulada desde el 25 de agosto, mientras que el cruce dólar/euro cotiza por encima de 1,40.

El factor clave que explica este movimiento del dólar ha sido la confrontación entre los discursos monetarios de la Reserva Federal y del BCE. Mientras que la Reserva Federal nos deja una expansión adicional en su balance de 600.000 millones de dólares en su cartera de activos (vía deuda pública de EEUU), el segundo se está desmarcando con la necesidad de acelerar el esquema de «estrategia de salida», abogando por un menor protagonismo de programas extraordinarios (*full allotment*, esquema de colaterales) en la gestión de liquidez que está haciendo el sistema bancario.

La divergencia entre los discursos y la acción en materia de política monetaria de la Reserva Federal y del BCE son las claves en los movimientos de los activos financieros

Esta divergencia entre ambos bancos centrales es explicativa también del movimiento observado de las curvas de tipos de interés, donde la curva monetaria euro se ha tensionado y se ha producido cierto acercamiento en TIR 10 años de la curva euro. Si bien las divergencias en la evolución de las curvas de tipos en euro y dólar reflejan esta confrontación de expectativas monetarias, también hay que destacar el balance positivo en términos de indicadores de actividad que sigue

Índices Afi fondos de inversión



Fuente: elaboración propia.

acumulando el área euro (destacando Alemania) frente a EEUU.

En este sentido, los últimos datos conocidos han arrojado nuevas evidencias de consolidación de la recuperación económica en Alemania. Confianza empresarial, producción industrial y mercado laboral avalan un escenario de consolidación de la economía alemana que ha llevado recientemente al Gobierno a revisar sus previsiones de crecimiento (3,4% en 2010 y 1,8% en 2011). El mercado laboral ya ha recuperado todo el empleo destruido con la crisis, con una tasa de paro que se ha establecido en el 7,5%, en mínimos desde 1992.

La situación de Alemania contrasta con la debilidad del resto de economías del área euro, en las que el todavía débil crecimiento no ha tenido implicaciones positivas sobre el empleo. En este caso, las señales de pérdida de pulso están siendo evidentes. La recaída del empleo y del mercado inmobiliario son factores que han llevado a la Reserva Federal a realizar una segunda ronda de *quantitative easing*. El Banco de Japón (BoJ) ha sido el primer banco central en anunciar la ampliación del estímulo monetario.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) se enfrenta a una situación complicada. La fortaleza de la economía alemana contrasta con la debilidad del resto de economías de la zona y de bloques de referencia, una situación que la autoridad monetaria deberá gestionar de forma adecuada por las implicaciones que tendría sobre las variables financieras (tipos de interés y de cambio), y su potencial impacto sobre la actividad real, de un endurecimiento prematuro del discurso en clave de política monetaria que dejase entrever intenciones de subidas de tipos o de retirada de facilidades de liquidez.

EVOLUCIÓN ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN

Con este entorno, el mes de octubre para los mercados financieros se ha saldado con un balance positivo, destacando la renta variable, especialmente en la eurozona. En este contexto, han resultado decisivos los movimientos producidos en el balance de la Reserva Federal (que ya ha venido descontando el mercado semanas atrás), que han resultado determinantes por dos factores: expansión de balance para dotar de liquidez al sistema y formación de precios, dado el giro producido orientado a la compra de deuda del Tesoro de aquel país, factor éste que afecta a la decisión de invertir entre las diferentes alternativas de inversión.

Por el contrario, el fuerte castigo a las curvas de deuda periféricas del área euro, sobre todo en Irlanda, Grecia y Portugal, ha propiciado un mal mes para los fondos de renta fija europea. El repunte en las curvas de tipos en estas y otras economías, como la japonesa, han llevado a abandonar los mínimos anuales en TIR y corregir parte

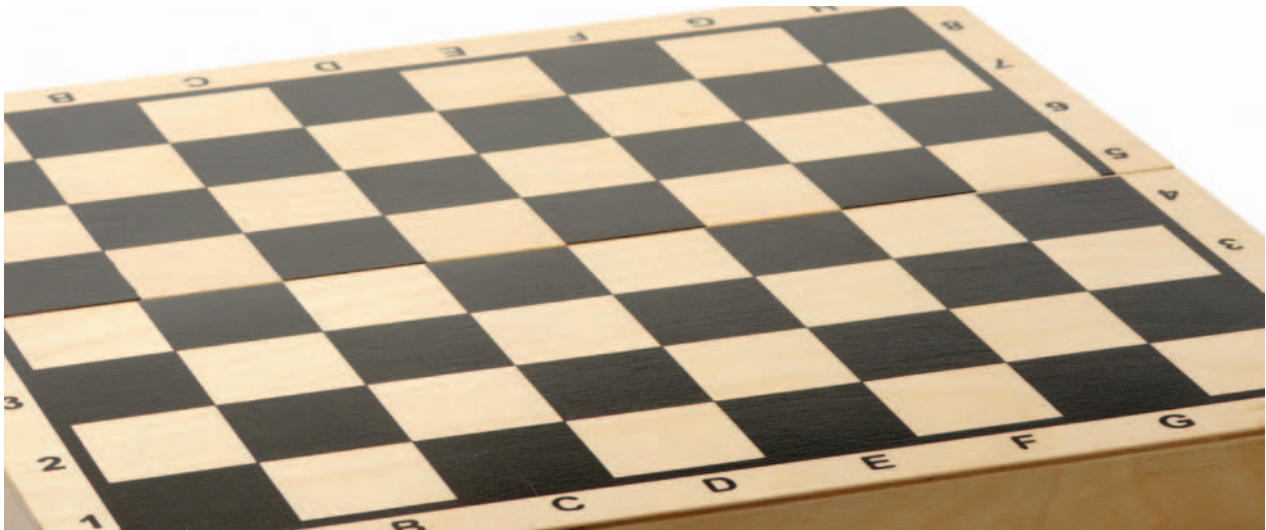


Imagen propiedad de Thinkstock.

de las jugosas rentabilidades acumuladas en el año, amplificando la caída cuanto más riesgo de duración asuma.

Octubre también se ha caracterizado por el mal comportamiento de las inversiones denominadas en dólares. La fuerte depreciación anteriormente mencionada de la divisa estadounidense frente a la mayoría de sus principales cruces viene justificada por un fondo macro que sigue mostrando señales de deterioro, además del efecto dilución que sobre la divisa tiene una expansión del balance de la Reserva Federal. El peor comportamiento del mes se ha dado entre los fondos monetarios, renta fija a corto plazo y renta fija a largo plazo denominados en esta moneda.

Haciendo balance de lo que llevamos de año 2010, la renta fija y la renta variable emergente lideran el *ranking* de ganancias por categorías de fondos. Por su parte, la tendencia depreciadora del dólar trae como consecuencia que las inversiones denominadas en dólares cedan terreno en el YTD. Al buen comportamiento de aquellas Bolsas, secundado por la fortaleza de sus economías, les siguen otros activos de riesgo que se benefician de la mejoría de la prima de riesgo descontada por el mercado y disminución de la aversión, como son los bonos convertibles y la renta fija de alto riesgo *-high yield-*. En terreno negativo continua todavía la renta variable europea, con un alto componente de Bolsa española por composición de las carteras y número de fondos, que continua en números rojos.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Con este escenario de fondo, nuestras recomendaciones estratégicas en la asignación de activos, se compone de la siguiente forma:

- Renta variable. Subimos 10 pp el peso de RV con respecto a octubre hasta el 30% de la cartera recomendada, neutral frente a *benchmark*. El nuevo programa de compra de activos de la Reserva Federal (amplia-

ción de su balance en 600.000 millones de dólares) y el impacto que esperamos sobre el precio relativo de los activos financieros es el principal punto de apoyo para este rebalanceo de la cartera hacia activos de riesgo. La asignación de primas de riesgo en función del ciclo continuará distorsionada por la presencia de los bancos centrales en mercados secundarios y podría mantener la presión alcista sobre las cotizaciones bursátiles. En este entorno, esperamos un mejor comportamiento relativo del bloque emergente, área que sobreponderamos para Asia y Latinoamérica.

La renta fija y la renta variable emergente han resultado ser los activos con mejor comportamiento relativo en 2010

- Renta fija. 48% de la cartera. Deuda pública: reducimos la exposición a deuda pública euro corto plazo y nos mantenemos fuera del largo plazo euro y deuda pública dólar. En RF emergente continuamos con el 12% de la cartera. Renta fija privada: rebalanceo hacia niveles de riesgo superior. El *yield* en los segmentos *investment grade* (IG) está muy comprimido, apenas aporta *spread* frente a la alternativa de la deuda pública. Llevamos dos pp desde IG (20% de la cartera) a *high yield* (subimos hasta el 12%).
- Divisas. Sin exposición a dólar y libra esterlina. Las políticas monetarias «de expansión de balance» de la Reserva Federal, sin descartar medidas de este corte para el Banco de Inglaterra, tienen implicaciones depreciadoras para el tipo de cambio que soporta esa política monetaria. Esperamos un euro apreciándose frente a dólar y libra.
- Gestión alternativa. Concentramos el 18% de exposición en la gestión alternativa con mayor presupuesto de riesgo. Sin exposición al retorno absoluto conservador.
- Liquidez. Reducimos cuatro puntos, hasta el 4% ::

Alternativas al seguro de cambio



Imagen propiedad de Thinkstock.

Presentamos en esta ocasión estrategias alternativas a la contratación de un *forward* para la cobertura del riesgo de tipo de cambio. Estas estrategias se basan en la combinación de opciones *call* y *put* y pretenden replicar, con mayor o menor exactitud, el comportamiento de un *forward*.

Pablo Guijarro

TÚNELES CENTRADOS

El túnel que replica la compra de un *forward* surge de la siguiente combinación de opciones: compra de *call* y venta simultánea de *put* con precio de ejercicio similar.

Las características de este tipo de estrategia son las siguientes:

- Potencial de beneficio: ilimitado.
- Potencial de pérdida: ilimitado.
- Apuesta claramente direccional.

El túnel centrado replica de forma sintética, las mismas obligaciones que el seguro de cambio, con un esquema de pérdidas y beneficios similar

Como ejemplo, planteemos la compra de una opción *call* para comprar euros y la venta de una opción *put* para vender euros. Esta estrategia replica un *forward* y constituye, de forma sintética, las mismas obligaciones que esta combinación: las pérdidas y beneficios son exactamente iguales que en el caso de un seguro de cambio a plazo.

Por su parte, el túnel que replica la venta de un *forward* surge de la siguiente combinación de

opciones: compra de *put* y venta simultánea de *call* con precio de ejercicio similar.

Las características de este tipo de estrategia son las siguientes:

- Potencial de beneficio: ilimitado.
- Potencial de pérdida: ilimitado.
- Apuesta claramente direccional.

TÚNELES CON RANGO

Un túnel con rango tiene el siguiente origen: compra de *call* y venta simultánea de *put* con precio de ejercicio inferior.

Las características de este tipo de estrategia son las siguientes:

- Beneficio máximo: ilimitado.
- Pérdida máxima: ilimitada.
- Esta estrategia replica un *forward*, aunque no de forma perfecta, puesto que existe un rango en el cual la estrategia tiene su resultado limitado.
- Las pérdidas o beneficios sólo aumentan a partir de determinados niveles (los *strikes* de las opciones compradas y vendidas).

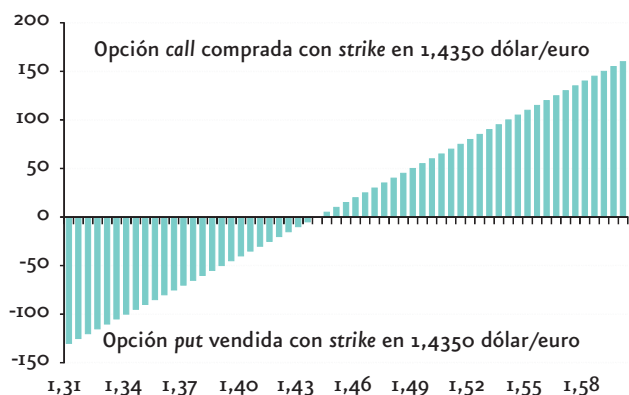
Por su parte, el túnel que replica la venta de un *forward* surge de la siguiente combinación de opciones: compra de *put* y venta simultánea de *call* con precio de ejercicio superior.

El túnel con rango replica un *forward*, aunque no de forma perfecta, puesto que existe un rango en el cual la estrategia tiene su resultado limitado

Las características de este tipo de estrategia son las siguientes:

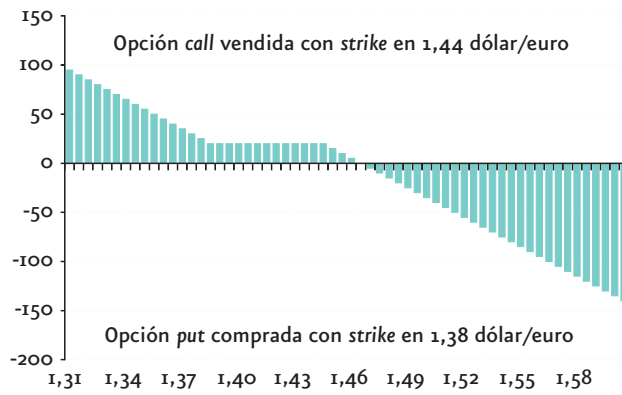
- Beneficio máximo: ilimitado.
- Pérdida máxima: ilimitada.
- Esta estrategia replica un *forward*, aunque no de forma perfecta, puesto que existe un rango en el cual la estrategia tiene su resultado limitado.
- Las pérdidas o beneficios sólo aumentan a partir de determinados niveles (los *strikes* de las opciones compradas y vendidas).
- Apuesta direccional (ganamos si el euro se deprecia) sin interrupción del beneficio (o la pérdida) por ninguna barrera ::

Túnel alcista centrado
(miles de euros)



Fuente: elaboración propia.

Túnel bajista con rango
(miles de euros)



Fuente: elaboración propia.

EL IMPACTO DE LA VOLATILIDAD Y DEL PASO DEL TIEMPO SOBRE EL VALOR DE LAS OPCIONES

Cuando estudiamos el valor de una opción, es la probabilidad de su ejercicio la que determina el coste de contratar la opción. En este sentido, además del *strike* de la opción, dos de las variables que determinan el valor de las opciones son el tiempo hasta su vencimiento y la volatilidad del activo subyacente. En ambos casos, hablamos de variables que afectan positivamente a la probabilidad de ejercicio de la opción (nos centraremos en una opción *call*):

- Cuanto mayor es el tiempo hasta vencimiento, más horizonte temporal existe para que el precio del activo subyacente se sitúe por encima del precio de ejercicio.
- Cuanto mayor es la inestabilidad del activo subyacente, mayor es el riesgo de que su precio termine rebasando la barrera fijada por el *strike*.

Indicadores de vulnerabilidad

Uno de los aspectos más destacados de la crisis financiera ha sido la capacidad de aguante de las economías emergentes en un contexto de hundimiento de las economías avanzadas. El mayor empuje de la demanda interna y la menor dependencia del sector exterior, en comparación con otros episodios de crisis global, y, sobre todo, el impacto de la aplicación de políticas económicas más responsables durante los años previos a la crisis que ha derivado en una mejora sustancial de la vulnerabilidad lo explican. A continuación analizamos los indicadores de vulnerabilidad más utilizados, al tiempo que presentamos una actualización del índice Afi de vulnerabilidad en economías emergentes.

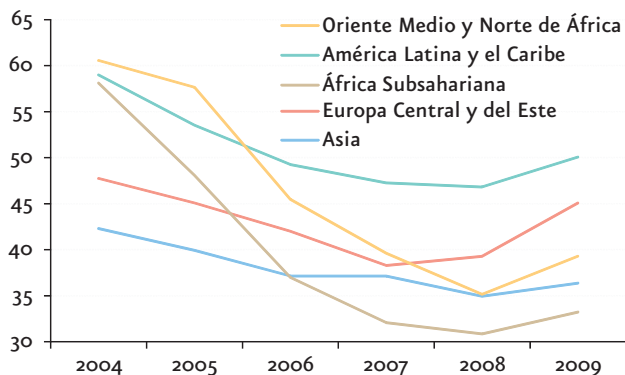
Álvaro Lissón

Una gran noticia de la crisis financiera ha sido la capacidad de crecer de las economías emergentes a pesar de la contundente caída de las principales economías desarrolladas, especialmente en Asia, pero también en América Latina, en África y, en menor medida, en Europa del Este y central, donde la fase de intenso ajuste ha quedado atrás. Varios factores explican tal desacoplamiento. Por un lado, el

mayor empuje de la demanda interna y la menor dependencia del sector exterior, en comparación con otros episodios de crisis global, y, por otro, el impacto de la aplicación de políticas económicas más responsables durante los años previos a la crisis.

La aplicación de políticas económicas responsables durante los años previos a la crisis ha sido clave en la capacidad de aguante de las economías emergentes

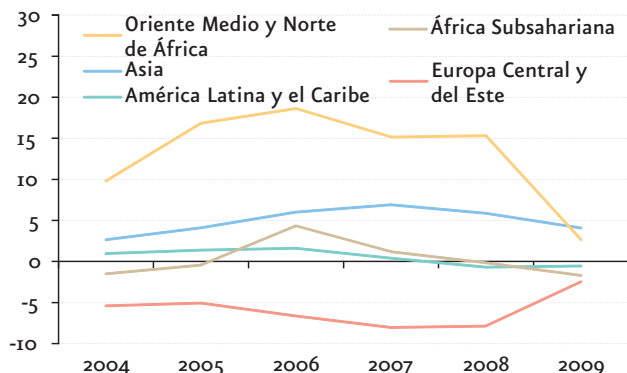
Deuda pública en regiones emergentes
(% del PIB)



Fuente: FMI.

En cualquier caso, las características de la estructura económica de los países determinan el grado de vulnerabilidad de sus economías ante determinadas perturbaciones externas. En general, las economías emergentes comparten algunos rasgos que las hacen vulnerables a ciertos factores que no necesariamente son comunes entre ellos. Por ejemplo, la deuda. América Latina es la región que cuenta con las mayores ratios de deuda pública con respecto al PIB dentro de las economías emergentes (aproximadamente, un 50% del PIB frente al 36% del este asiático o el 33% de África subsahariana). En este caso, el desarrollo de políticas económicas responsables en los últimos años ha permitido gozar de una mayor confianza de los inversores internacionales, reduciéndose la necesidad de que estas economías se financien en divisa fuerte (princi-

Balanza por cuenta corriente en regiones emergentes (% del PIB)



Fuente: FMI.

palmente, dólar), una forma de endeudamiento que generaba una elevada vulnerabilidad a las oscilaciones del tipo de cambio (una depreciación de la divisa local frente al dólar genera automáticamente un mayor volumen de deuda y un incremento del servicio de la deuda) y la necesidad de estar acudiendo constantemente a los mercados internacionales de capitales en busca de financiación.

Asia y América Latina son las regiones emergentes menos vulnerables

Otro indicador importante es la balanza corriente, cuyo saldo deficitario/superavitario, refleja la necesidad/capacidad de financiación exterior. En este caso, Asia destaca sobre el resto al contar con superávit medio del 4% del PIB en 2009. La región más vulnerable en éste ámbito es Europa del Este y central, con un déficit por cuenta corriente que ha cerrado 2009 en el 2,5%, con algunos países donde la necesidad de financiación exterior supera el 10% del PIB. La mayoría de economías de la región, a diferencia de otras, como las asiáticas y gran parte de las latinoamericanas, poseen grandes déficit en sus cuentas corrientes, lo cual las sitúa en una posición más vulnerable en un contexto como el actual de restricción en las condiciones de financiación. De entre ellos, los países del centro y este de Europa (República Checa, República Eslovaca, Polonia y Hungría), son el grupo con menores déficit por cuenta corriente. Mientras que las repúblicas bálticas (Estonia, Letonia y Lituania) son aquellas en las que existen importantes riesgos derivados de los desequilibrios externos (el déficit de sus cuentas corrientes si sitúa entre el -10 y el -15% del PIB).

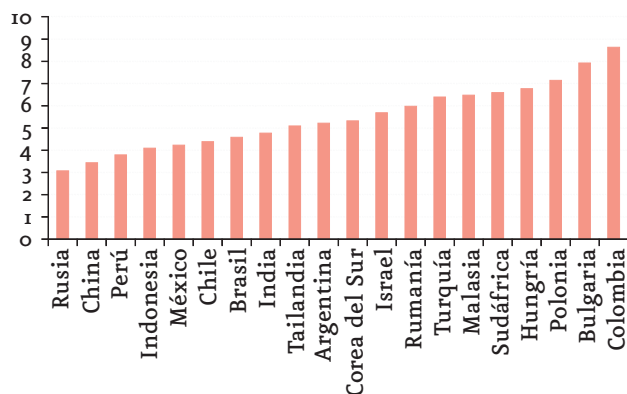
Otro indicador importante son las reservas internacionales. Es un indicador de liquidez. El mantener un volumen adecuado de reservas internacionales es

relevante no sólo para facilitar las transacciones comerciales, sino también para hacer frente a eventuales shocks en la balanza de pagos y, en menor medida, para fomentar la confianza en la política económica de los Gobiernos y en la capacidad de éstos para cumplir con sus compromisos de pago. En este caso, los países asiáticos -entre los que destaca China-, Brasil y Rusia son los países emergentes que cuentan con mayor cantidad de reservas.

Estos indicadores son los más utilizados como medidas de vulnerabilidad, aunque existen muchos más. A continuación presentamos el índice Afi de vulnerabilidad, el cual, mediante la agregación de indicadores macroeconómicos de gran relevancia, permite detectar las economías que son más vulnerables ante perturbaciones procedentes del exterior. Las variables empleadas en la elaboración del índice son siete: deuda pública, saldo público, inversión extranjera directa, reservas y deuda externa, todas ellas expresadas como porcentaje del PIB, así como la evolución del tipo de cambio y su volatilidad. Todas las variables están estandarizadas, definiéndose «1» como el mejor valor, y equiponderadas, de tal forma que un mayor valor del índice supone un mayor riesgo en el país.

Como se puede observar en el gráfico «Índice Afi de vulnerabilidad», los países en los que el índice arroja un menor valor son Rusia en Europa, China e Indonesia en Asia y Perú, México, Chile y Brasil en Latinoamérica. En el extremo opuesto, Colombia y los países emergentes de Europa figuran como los de mayor riesgo. Los índices para estas economías tienen un valor elevado, que se origina en su déficit por cuenta corriente y en elevadas ratios de deuda sobre el PIB. Elementos ambos capaces de generar un impacto muy negativo sobre el crecimiento durante los próximos años y que, en definitiva, justifican una percepción más pesimista acerca de estas economías frente al conjunto de países emergentes::

Índice Afi de vulnerabilidad



Fuente: elaboración propia y FM.



«La depreciación de la moneda parece una receta recomendable para todos los países desarrollados»

Armas cambiarias

Como es sabido, una depreciación de la moneda implica, *ceteris paribus*, que una economía aumente su competitividad y, en consecuencia, incremente sus exportaciones y reduzca las importaciones, consiguiendo así que su sector exterior aporte crecimiento al PIB. No es extraño, por tanto, que, ante la situación económica actual, caracterizada por la ausencia de crecimiento doméstico en los países desarrollados (situación que persistirá en el futuro, dado el necesario proceso de reducción del endeudamiento y de incremento del ahorro), los países busquen en los mercados exteriores una vía de compensación. La contrapartida de la debilidad de la divisa es una presión al alza en el IPC, problema que hoy no preocupa por cuanto el riesgo, a diferencia de lo advertido durante las últimas décadas, no sólo no es la inflación, sino la deflación¹.

Con este planteamiento (impulsa el PIB y evita el riesgo de caídas del IPC), la depreciación de la moneda parece una receta recomendable para todos los países desarrollados. Pero, para que una moneda pierda valor, otras deben aumentarlo, y no parece que ningún país esté en condiciones de poder aceptar ese papel. En el contexto actual, la divisa que está concentrando la debilidad es el dólar. No en vano, la Reserva Federal es la que más señales de flexibilización de su política monetaria está ofreciendo, a través de medidas adicionales de «relajación cuantitativa» (*quantitative easing*).

Las reacciones más recientes a la debilidad de la moneda estadounidense han sido las del Banco de Japón y del Ministerio de Finanzas de Brasil, a través del anuncio de intervenciones y del aumento de los controles de capitales, respectivamente, con un éxito dudoso: desde el anuncio de la intervención en el mercado por parte del Banco de Japón, el yen no sólo no se ha de-

preciado, sino que ha acentuado su fortaleza frente al dólar, hasta llevar al tipo de cambio a mínimos de los últimos 20 años, mientras que el real brasileño se sitúa en niveles de máxima fortaleza de los últimos tres años. Es cierto, no obstante, que no sabemos cuál hubiera sido la trayectoria de estas divisas en ausencia de estas medidas (posiblemente, la apreciación hubiera sido mayor).

La estrategia del «extremo contrario» la encontramos en el área euro, ya que, al menos a tenor de las declaraciones de las autoridades monetarias (de momento, desde las económicas nacionales no tenemos aportaciones), no parece advertirse incomodidad con la apreciación del euro, que podría sugerir vía libre para que continúe la ganancia de valor de nuestra moneda, lo cual es una mala noticia para el crecimiento futuro del PIB. Tarde o temprano, el nivel de sobrevaloración del euro (que, insistimos, podría profundizarse) debe impactar sobre el crecimiento económico, momento en el que deberían apreciarse las monedas de los países que están demostrando su fortaleza en esta crisis: los emergentes.

Las cotizaciones de las divisas no deben más que reflejar los fundamentos relativos de las economías y, si éstos son superiores en los países emergentes, parece razonable que se materialice en sus cotizaciones. Y aquí China desempeña también un papel muy relevante, ya que la ligera apreciación nominal registrada en los últimos años no corrige apenas la infravaloración del renminbi. Las autoridades chinas argumentan que necesitan mantener el modelo actual (que descansa en un tipo de cambio depreciado) para ir absorbiendo, poco a poco, a la población que emigra del campo a la ciudad, pero está claro que deben ser cómplices también con el reequilibrio del resto de la economía mundial ::

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

¹ El FMI, en su último World Economic Outlook, así como el Gobernador de la Reserva Federal, en varias intervenciones públicas recientes, insiste en ello.



CUADRO DE MANDO

Financiero

Miguel Arregui

La inversión empresarial en España crece por primera vez desde el comienzo de la crisis



Imagen propiedad de Thinkstock.

Puntos destacados

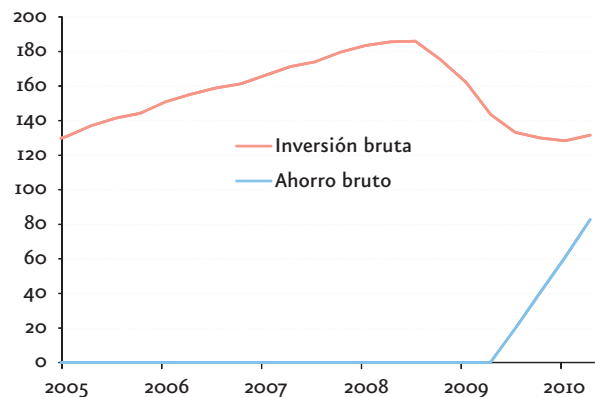
- Según los datos de contabilidad nacional, las tasas de ahorro y de inversión del sector empresarial español se han incrementado en el segundo trimestre del año. Este repunte ha sido el primero desde el comienzo de la crisis. La tasa de ahorro del sector empresarial se sitúa en su nivel más alto de la última década (un 10,8% del PIB).
- En el ámbito bancario nacional, se mantiene la pauta observada durante los últimos meses. Se sigue incrementando la tasa de mora del total del sistema, mientras que la concesión de crédito vuelve a caer. Por su parte, el volumen de depósitos permanece prácticamente estable a pesar de las agresivas campañas de captación de fondos iniciada por las entidades financieras.
- El endurecimiento de las condiciones monetarias en el área euro vía drenaje de estímulos y menor exceso de liquidez está teniendo traslado a los tipos de interés interbancarios. Repuntes generalizados en los tipos Euribor y Libor a todos los plazos que comienzan a alinearse con el nuevo escenario propuesto por el BCE.

Las tasas de inversión y de ahorro empresarial en España se han incrementado en el segundo trimestre del año. Por un lado, la tasa de inversión ha avanzado hasta los 131.000 millones de euros (un 12,5% del PIB), mientras que el ahorro de las empresas se ha incrementado en casi 4.500 millones de euros hasta los 114.000 millones. Ésta es la mayor tasa de ahorro del sector empresarial de la última década (un 10,8% del PIB), lo cual pone de manifiesto el proceso de ajuste en el que se encuentran inmersos algunos sectores de actividad.

En términos agregados, para el conjunto de la economía, las necesidades de financiación exterior se cifran en algo más de 11.600 millones de euros: un 4,4% del PIB.

Ahorro e inversión del sector empresarial español

(miles de millones de euros)



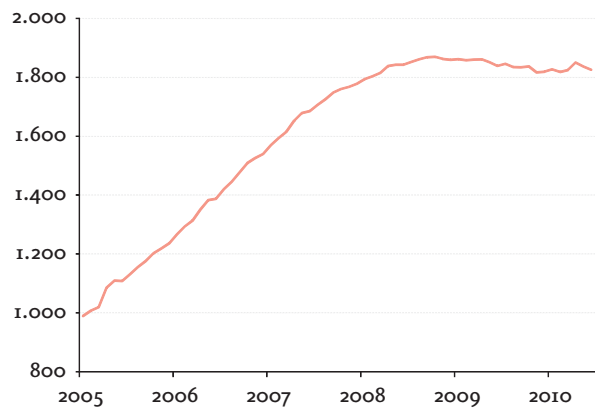
Fuente: Elaboración propia a partir de Banco de España.

La publicación de los registros de negocio correspondientes a agosto han confirmado las principales tendencias observadas en los últimos meses: repuntes graduales, pero progresivos de la tasa de mora, caída en lo que llevamos de año del crédito concedido y saldo prácticamente plano en depósitos.

La tasa de morosidad del conjunto del sistema repunta 15pb, hasta el 5,62%, superando el saldo moroso los 102.500 millones de euros. Por su parte, el crédito disminuyó en agosto en 11.100 millones (-0,6% interanual), mientras que los depósitos han crecido en 2.550 millones de euros (+0,25% interanual).

Variación mensual del crédito en España

(miles de millones de euros)

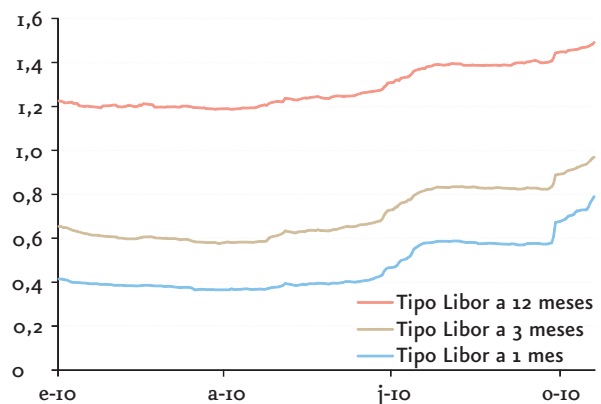


Fuente: Elaboración propia a partir de Banco de España.

La normalización del entorno de liquidez por parte del BCE se está traduciendo en un incremento de los tipos de interés a corto plazo. Los tipos de interés de depósito interbancarios (Libor y Euribor) están recogiendo esta menor abundancia de liquidez con repuntes generalizados a todos los plazos. En concreto, y después de un período de estabilidad que se prolongó hasta julio de este año, el tipo Libor a un mes ha avanzado desde niveles próximos al 0,4% hasta el 0,8%, mientras que la tendencia observada en los tipos a tres o 12 meses ha sido similar pasando del 0,6 al 1% y del 1,2 al 1,5%, respectivamente.

Tipos de interés interbancarios Libor a diferentes plazos

(%)



Fuente: Elaboración propia a partir de Bloomberg.

José Ignacio Cuevas

CONSEJERO DELEGADO DE
GAMBASTAR



«Luchamos por seguir afianzando nuestra posición para ofrecer el máximo nivel de servicio y calidad a nuestros clientes»

José Ignacio Cuevas es licenciado en Ciencias Empresariales por la Universidad de Valladolid y MBA por la Universidad de Deusto. Comenzó su carrera profesional en Olivetti España en 1988, asumiendo responsabilidades graduales en distintos puestos técnicos y comerciales. En 1995 se incorporó a la empresa Ultracongelados Antártida, propiedad de su hermano, Eusebio Cuevas, como responsable de desarrollo corporativo. En 2003 dejó la compañía tras la venta de ésta al grupo Pescanova y fundó Gambastar junto con sus socios holandeses de Primstar. Ha sido asimismo profesor asociado de Marketing en la Universidad de Burgos durante el período 1996-2002.

Gambastar nace en 2003 en unas pequeñas instalaciones en Burgos desde donde comercializaba gambas y langostinos. Tras el traslado a su planta de Valdorros (Burgos), su actividad se fue redirigiendo hacia la fabricación del producto. En la actualidad, Gambastar cuenta con una capacidad productiva de 80 toneladas diarias y, gracias a la ilusión y al esfuerzo de su equipo humano, se encuentra entre las mejores empresas del sector a nivel europeo.

Nazareth Estalayo

Breve historia de la empresa

Gambafresh nace en junio del 2003 constituida al 50% por una empresa española y un grupo holandés, Primstar B.V., en unas pequeñas instalaciones alquiladas en la ciudad de Burgos. Así empieza la historia de esta empresa dedicada a importar, procesar y comercializar gambas y langostinos dentro y fuera de nuestras fronteras.

En octubre de 2005, Gambastar se traslada e inaugura su nueva fábrica en Valdorros (Burgos), la cual ha

contribuido a incrementar su capacidad de cocción y elaboración de producto, además de permitirle posicionarse dentro de las empresas más importantes y de referencia del sector.

En febrero de 2007, Caladero, líder en el mercado español en comercialización de pescado fresco e interproveedor de Mercadona en la categoría de productos del mar, entra en el accionariado de Gambafresh, adquiriendo el 50% de la misma. En el mes de septiembre de este mismo año, se realizó la fusión de las empresas

«En octubre de 2005, Gambastar se traslada e inaugura su nueva fábrica en Valdorros (Burgos), la cual le ha permitido posicionarse dentro de las empresas más importantes y de referencia del sector»



Gambafresh y Gambastar y, como consecuencia, quedó constituida una única empresa, Gambastar, mientras que Gambafresh se ha mantenido como marca comercial. Como hecho significativo, resaltar que, en octubre de 2010, Mercadona ha adquirido la totalidad de las acciones de Caladero, de quien ya poseía un 16,5%.

¿Qué gama de productos comercializa en la actualidad?

Nuestra empresa está especializada en importar, procesar y comercializar gambas y langostinos. Además de trabajar con langostinos procedentes de la acuicultura, Gambastar es distribuidor de la marca Prim7stars, bajo la cual se comercializan langostinos y gambas salvajes procedentes de Nigeria.

Todos los productos en crudo o cocido, se presentan a nuestros clientes de las siguientes maneras:

- Producto congelado: directamente de origen o reenvasado en nuestras plantas.
- Producto refrigerado en atmósfera protectora: aplicamos la tecnología más novedosa para que los productos refrigerados lleguen a los consumidores finales en las mejores condiciones de conservación, mejorando para nuestros clientes la eficiencia de la cadena logística.
- Servicios de elaboración a terceros: elaboramos para clientes productos con la materia prima que nos facilitan, los envasamos con sus especificaciones y se los entregamos para su posterior comercialización.

Servimos una amplia gama de especies, tallas, formatos y envases, que permiten satisfacer las necesidades de todo tipo de canales de distribución: mayoristas, minoristas, tiendas especializadas, hostelería, colectividades y grandes superficies.

¿Cómo ha sido la evolución de su empresa?

Nuestra empresa comenzó su andadura junto a los socios holandeses Primstar BV a mediados del año 2003, en unas pequeñas instalaciones instaladas en Burgos en las que se comercializaban hasta seis toneladas de producto diarias. Hasta la inauguración de la planta de Valdorros (Burgos), nuestra empresa estuvo principalmente dedicada a la comercialización del producto; a finales de 2005, la fabricación comenzó a ganar peso sobre la mera comercialización.

En 2007 se dio entrada a Caladero en el capital de la empresa y pasamos a ser su proveedor de los langostinos y gambas que comercializa en Mercadona. En la actualidad, nuestra empresa cuenta con una capacidad de producción de 80 toneladas diarias.

¿Cuáles son los pilares en los que se apoya su empresa?

En Gambastar trabajamos para diferenciarnos por ser líderes en calidad y servicio manteniendo nuestro liderazgo a través de una política activa de I+D+i. Otro de los pilares sobre el que se apoya Gambastar es el de garantizar en todo momento la seguridad alimentaria

y el respeto al medio ambiente. Además, trabajamos en equipo con proveedores y clientes para lograr la eficiencia de todos los procesos y la sostenibilidad de nuestra actividad.

¿Qué planes de futuro tiene Gambastar?

A corto y medio plazo, pretendemos consolidar el posicionamiento de la empresa como resultado de las inversiones que hemos venido realizando en los últimos años, además de por el hecho de habernos convertido en el proveedor de Caladero. Por otro lado, luchamos por seguir afianzando nuestra posición en cuanto a ofrecer el máximo nivel de servicio y calidad a nuestros clientes.

¿En qué momento se plantean la exportación?

Desde la creación de la empresa, Gambastar siempre ha estado interesada en la exportación. Sus estrategias a corto y medio plazo se centran, en su mayor parte, en países de la Unión Europea.

¿Cuáles son los mercados que ofrecen mejores perspectivas?

Principalmente, son Portugal, Francia, Italia y Grecia los países que ofrecen mejores perspectivas de cara a nuestros productos. A medio plazo, estamos intentando posicionarnos en países de Europa del Este, cuyos habitantes vienen a visitar nuestro país como turistas y, a su vuelta, les gustaría seguir consumiendo productos que han degustado en sus vacaciones en España.

Gambastar comercializa gambas y langostinos de cultivo (procedentes de la acuicultura) y salvajes. ¿Cómo creen ustedes que el consumidor percibe la diferencia entre ambos productos?

Desde mi experiencia, creemos que, excepto un porcentaje minoritario de consumidores, que conocen y aprecian las diferencias entre ambos, la mayor parte del público en general sólo sabe distinguir si el producto le gusta o no le gusta, factor con el que después sopesa en precio ambos productos.

Hay que reconocer que, como consecuencia del desarrollo a nivel mundial de la acuicultura del langostino y la gamba, se ha conseguido que ambos sean hoy productos de casi primera necesidad, lejos de considerarse productos de lujo como en años atrás.

¿Cuáles han sido las principales barreras o desafíos a las que se ha enfrentado Gambastar al exportar?

Adaptarnos a los gustos de cada país. Dependiendo del mercado, las referencias a comercializar y su presentación varían.

Se podría decir que existe un mosaico de mercados nacionales y, en cada país, diferentes mercados a nivel regional, que presentan gran diversidad en cuanto a preferencias por especies y presentaciones del producto. En España, Francia, Italia, Portugal y Grecia, se consumen en mayor medida langostinos

y gambas enteros y se sabe apreciar tanto el langostino de cultivo como las gambas y los langostinos salvajes. Sin embargo, en los países sajones y nórdicos se tiene más tendencia a consumir los langostinos y gambas pelados.

¿Cómo ha sido la evolución de consumo en el mercado europeo, asiático y americano?

Estos mercados suponen tres grandes áreas y cada una de ellas por separado se compone de múltiples mercados domésticos agregados. Hay que destacar que existen mercados muy maduros, como el de Estados Unidos, Japón, Reino Unido, Francia o España, y, por otro lado, mercados emergentes que están empezando a consumir cantidades considerables de producto, hecho directamente relacionado con el aumento del poder adquisitivo que está experimentando la población, como es el caso de China e India. También son reseñables los mercados de México y Brasil, que, bien por su cultura, bien por su poder adquisitivo, nunca habían consumido langostinos y gambas y ahora están comenzando a hacerlo.

¿Con qué imagen de los productos españoles se han encontrado al llegar a los distintos mercados? ¿Les ha ayudado o no esta imagen a exportar?

En general, los productos españoles tienen buena fama. En nuestro

caso, es muy importante, ya que comercializamos productos que no se consideran de primera necesidad.

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

Hoy por hoy, en nuestro sector, es mayor la oferta que la demanda tanto a nivel internacional como nacional. Los principales competidores son nacionales y también empresas oriundas de los mercados exteriores a los que nos dirigimos.

En la situación económica en la que nos encontramos actualmente, ¿cuáles son sus previsiones para 2011 y 2012?

En cuanto al mercado nacional, nos planteamos un mantenimiento o ligero crecimiento del volumen de operaciones. En mercados internacionales, nos hemos propuesto objetivos de crecimiento de un 25% anual.

¿Qué proyectos de futuro tienen?

Ser aún más competitivos en los mercados que ya estamos trabajando y desarrollar nuevas líneas de productos, siempre teniendo como base el langostino y la gamba, pero incorporando paulatinamente mayor valor añadido en nuestra oferta a través de la innovación ::

«Con el desarrollo de la acuicultura del langostino y la gamba a nivel mundial, se ha conseguido que ambos sean hoy productos de casi primera necesidad, lejos de considerarse productos de lujo como hace años»



«Existen mercados emergentes que están empezando a consumir cantidades considerables de producto, hecho directamente relacionado con el aumento del poder adquisitivo»

Un líder

para cada momento



Imagen propiedad de Thinkstock.

Empresas con buenos productos y servicios han fracasado porque llegaron antes de que el mercado estuviese preparado para ellos. Otras, sin embargo, fracasaron porque llegaron los últimos. La habilidad para escoger el momento propicio de nacer, crecer o morir forma parte del logro de los resultados empresariales deseados y, para cada uno de esos momentos, es preciso un tipo de líder.

Yolanda Antón

Hace aproximadamente un año tratábamos en esta misma sección una cuestión controvertida: el líder, ¿nace o se hace?, y concluíamos que hay líderes que nacen con capacidades innatas y hay otros que se van formando en su desarrollo profesional a través de la formación y de la experiencia acumulada, reconociendo así que las aptitudes innatas potencian las competencias del líder, pero, sin duda, el liderazgo es algo que se desarrolla.

El líder no manda, sino que influye, seduce o convence para que voluntariamente (sin coerción) el equipo se empeñe en los objetivos que correspondan. Rara vez se percibe como jefe, aunque sea el *managing director*. Es un compañero, alguien en quien el equipo confía, a quien respeta.

En tiempos de incertidumbre, los desafíos del liderazgo son si cabe mayores de los habituales. En un contexto de presión de precios, de exceso de oferta, de

mercados complejos, etc., la necesidad de contar con personas capaces de crear espíritu de orgullo y pertenencia a la empresa, de motivar, de ayudar a lograr objetivos es fundamental, porque no olvidemos que el entorno es complicado para todos y, en ese entorno, hay quien sobrevive y sale fortalecido y quien fracasa y sucumbe. El líder desempeña un papel fundamental que define la diferencia entre ambos escenarios.

No todas las personas emprendedoras son líderes

Pero no cualquier líder sirve para cualquier momento. Diferentes etapas en la vida de la empresa necesitan de diferentes tipos de líder. No es lo mismo el momento del nacimiento de la empresa que su expansión, su internacionalización, su fusión, etc.

En función de ese momento, podemos distinguir cuatro tipos de líderes:

1) Emprendedores

Son, por lo general, los fundadores o creadores de la empresa. Poseen la pasión y el empuje para hacer realidad los sueños que otros creen inalcanzables. Los verdaderos líderes emprendedores son personas que apuestan su patrimonio y reputación personal al éxito de los cambios que realizan en el modo en que operan sus organizaciones. Muchas veces crean productos, servicios o causas que de otra manera no hubieran existido. Sin duda, son im-

portantes, pero sólo son eficientes en situaciones muy especiales y en una cierta fase del ciclo vital de la institución. No suelen funcionar bien cuando la empresa requiere estabilidad y maniobras cautelosas. No todas las personas emprendedoras son líderes. Algunos actúan sin medir las consecuencias y carecen de visión, rumbo o estrategia, sólo son jugadores.

2) Precavidos

Su interés se centra en hacer que la empresa pase de una etapa inicial de crecimiento a una de madurez. Hacen evolucionar, no revolucionar.

Se centran en la estabilidad y cuentan con cierto sentido de dirección para la organización. No suelen salir en los periódicos, como sí sucede con los líderes emprendedores. Normalmente, su reconocimiento se produce a través de testimonios más silenciosos, después de haber peleado durante mucho tiempo para consolidar la firma y convertirla en un éxito. Hacen que las empresas se desarrollen de una manera sistemática y previsible. Ahora bien, no todos los gerentes de estilo cauteloso son líderes. Algunos son, en realidad, simplemente «guardias» que no incrementan el valor de la empresa. Llega el momento en el que el líder cauteloso debe ser reemplazado por el cirujano o, incluso, por el funerario. El gran problema para los lí-

deres precavidos es reconocer la necesidad de cambio y prepararse para ello.

3) Cirujanos

Este tipo de líderes, llegado el caso, seleccionan las mejores partes de la empresa y la mano de obra para garantizar su supervivencia. Eliminan aquellas unidades de negocio que no son necesarias o cuya existencia amenaza a toda la empresa. Frecuentemente, salvan las organizaciones que se hallan al borde del colapso, aunque, si intentan hacer demasiadas cosas en poco tiempo, pueden llegar a provocar la destrucción de toda la compañía.

A veces, para garantizar la supervivencia de una empresa, es necesario «amputar»

4) Funerarios

A veces es necesario cerrar una línea de productos, retirarse del mercado o fusionarse. En estos casos, resulta fundamental el papel de los líderes funerarios. Deben tomar decisiones en un momento en que otros son incapaces de pensar claramente por sí mismos y, a menudo, vencer apegos emocionales. El líder funerario debe tener cuidado de no asumir prematuramente que la empresa ha muerto.

Los líderes pueden elaborar el plan estratégico más coherente, contratar y motivar al mejor equipo y, a pesar de todo, fracasar por no haber sabido elegir el momento propicio ::



Imagen propiedad de Thinkstock.

¿Quién invertirá en banda ancha?

¿Quién invertirá en el despliegue de las nuevas redes de banda ancha? Una pregunta tan inocente como ésta nos podría llevar a una respuesta igualmente cándida: los operadores. Sin embargo, en un sector tan regulado como las telecomunicaciones, las condiciones en las que se han de realizar esas inversiones pueden afectar sensiblemente a la viabilidad de las mismas.

Álvaro Martín Enríquez

Hace unos meses escribía en esta misma sección sobre el debate surgido recientemente en relación con la siempre cuestionada neutralidad de la red. En líneas generales, podría decirse que el modelo de negocio tradicional basado en la comercialización de los servicios de telecomunicaciones ha visto reducidos sus márgenes ante la intensificación de la competencia, que ha contado con la connivencia de los reguladores. En su lugar, los proveedores de aplicaciones y contenidos han podido crecer gracias a la mejora de las infraestructuras sobre las que operan, con inversiones más reducidas que las de los operadores de telecomunicaciones.

La gran cuestión que subyace en esta discusión es cuáles serán las condiciones en las que habrán de realizarse las inversiones necesarias para el despliegue de las redes de nueva generación. Como es bien sabido, el negocio de las telecomunicaciones exige realizar cuantiosas inversiones constantemente, como respuesta a las necesidades de los usuarios y al propio cambio tecnológico.

La Comisión Europea dio a conocer a finales de septiembre una serie de recomendaciones sobre

cómo «fomentar la inversión a la vez que se salvaguarda la competencia». En ellas se apuesta de entrada porque los operadores ofrezcan acceso mayorista a sus redes de fibra óptica, de manera que otros puedan ofrecer servicios sobre ellas. Por descontado, la Comisión considera que la fijación de precios debería hacerse con orientación a costes e incluir tanto la prima de riesgo para el inversor como un margen que le permita generar atractivos beneficios. También opta por promover diferentes obligaciones para los operadores en función de la situación competitiva en el territorio (que varía en áreas urbanas y rurales, por ejemplo) e impulsar las alianzas de las operadoras para realizar inversiones conjuntas que les permitan explotar las sinergias.

Pese a esta declaración de intenciones de los reguladores, lo cierto es que los planes de inversión en fibra óptica se han ralentizado como consecuencia de la crisis. En España, tanto Telefónica como Vodafone y Orange han anunciado pilotos de fibra, pero el último informe anual hecho público por la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT) refleja una caída generalizada



Imagen propiedad de Thinkstock.

de las inversiones en red en 2008 y en 2009, con la única excepción de Jazztel, que todavía está apostando fuerte por las tecnologías sobre par de cobre (xDSL).

Ante esta situación, el regulador nacional realizó hace unos meses un estudio sobre la viabilidad del despliegue de redes de fibra óptica en España. En él se calculó que Telefónica, como operador incumbente, debería invertir unos 4.700 millones de euros para desplegar su red hasta 2023 en un escenario conservador. Sin embargo, para un operador alternativo, la factura ascendería a más de 5.300 millones. Como apunte adicional, el grueso de la inversión (92%) estaría destinado a cubrir territorios fuera de las dos principales ciudades del país (Madrid y Barcelona). Estas cifras llevan a replantear la disposición de los operadores a realizar a corto plazo inversiones en fibra óptica en un escenario de márgenes decrecientes y rápido crecimiento de la banda ancha móvil. Así, llegamos de nuevo a la pregunta inicial, cuya respuesta parece ahora menos evidente: ¿quién invertirá en el despliegue de las nuevas redes de banda ancha? ::

El proceso de valoración de marcas

En general, la marca es un activo intangible, instrumentado mediante un derecho de propiedad, que impacta en la capacidad de generación de valor por parte de una empresa. La marca de una empresa es un claro rasgo distintivo respecto a sus competidores, que incide en múltiples factores que condicionan el valor de una empresa, pero su valoración está sometida a múltiples dificultades.

Departamento de Corporate Finance de Afi



Imagen propiedad de Thinkstock.



Imagen propiedad de Thinkstock.

LA MARCA COMO ACTIVO DE LA EMPRESA

La marca es un activo intangible, instrumentado mediante un derecho de propiedad, que impacta en la capacidad de generación de valor por parte de una empresa. La marca de una empresa es un claro rasgo distintivo respecto a sus competidores, que incide en múltiples factores que condicionan el valor de una empresa: generación de ingresos (acceso a clientes, capacidad de fijar precios superiores a la competencia y ciclo de vida de un producto), obtención de financiación y capacidad de negociación con clientes y proveedores.

Una marca reconocida dispone de la ventaja de la publicidad a través de sus consumidores actuales, un aspecto que determina el valor comercial de la marca, y su impacto en la eficacia de los costes de marketing y de captación de nuevos clientes. También en términos de gestión de los competidores, al otorgar un mayor tiempo de reacción ante cambios introducidos en los productos distribuidos por otras empresas.

En el presente artículo, recogemos las principales metodologías de valoración de marcas, partiendo de los enfoques básicos y detallando las claves de los mecanismos más sofisticados (valoración de marcas a partir de los beneficios diferenciales que reportan, de las opciones de vender a mayor precio o mayor volumen y de las opciones reales de crecimiento).

METODOLOGÍAS DE VALORACIÓN DE MARCAS: ENFOQUES BÁSICOS

Describimos a continuación las metodologías de valoración de marcas que sirven de pilar para los métodos más complejos. Los modelos de valoración básicos se fundamentan en cuatro alternativas:

- Métodos basados en el coste histórico. La marca vale, al menos, el valor actual de los costes en los que se ha incurrido para crear y desarrollar la marca.
- Métodos basados en el coste de reposición. La marca vale, al menos, el valor actual de los costes en los que

habría que incurrir para crear o desarrollar una marca similar.

- Métodos basados en el valor de mercado. La marca vale lo que un tercero ha pagado por otra marca similar o lo que costaría pagar derechos (*royalties*) si la marca no se tuviera en propiedad.
- Métodos basados en el valor económico. La marca vale el valor actual de los rendimientos futuros diferenciales que proporciona.

METODOLOGÍAS AVANZADAS DE VALORACIÓN: VALOR DIFERENCIAL Y OPCIONES REALES DE CRECIMIENTO

Al ahondar en el estudio de los mecanismos de valoración de marcas, las alternativas más sofisticadas son:

1. Aquellos mecanismos que persiguen la determinación del valor de la misma a partir de la diferencia entre los rendimientos de la empresa con marca y los rendimientos de la empresa sin marca (productos genéricos o marcas blancas). En este sentido, los modelos se centran en los factores que afectan tanto a las expectativas de rentabilidad diferencial como a los elementos que condicionan el riesgo financiero diferencial, entre los que destacarían el período de ventaja competitiva, el diferencial en el margen sobre ventas, la regulación (protección de la marca) y la lealtad de los consumidores.

Una marca reconocida dispone de ventajas en publicidad a través de sus consumidores actuales, lo que refuerza su valor comercial

Estas estimaciones de valores diferenciales se materializan en distintas alternativas:

- Valor actual del sobreprecio frente al producto genérico, que pagan los clientes por la marca.
- Valor actual del volumen extra (frente a un genérico), debido a la marca.
- La diferencia entre las ratios (capitalización/ventas) de la empresa con marca y sin marca multiplicada por la cifra de ventas de la empresa.

MODELOS DESARROLLADOS POR CONSULTORAS ESPECIALIZADAS

Además de los modelos genéricos descritos en esta sección, existen modelos de valoración desarrollados por consultoras especializadas, entre los que destacamos el de Interbrand y el de Financial World.

- Interbrand valora la marca multiplicando el beneficio diferencial de la marca por un múltiplo. Parte de una media ponderada del beneficio histórico antes de intereses e impuestos (EBIT) de los últimos tres años diferencial (restando el EBIT correspondiente a un producto genérico, sin marca o marca blanca) y elimina el EBIT de las actividades que no sean resultado de la identidad de la marca. Para llegar al beneficio diferencial de la marca, se deduce la remuneración de los recursos y los impuestos. Para calcular el múltiplo que se debe aplicar al beneficio diferencial de la marca, Interbrand calcula la fortaleza de la marca, que es una ponderación de siete factores: liderazgo, estabilidad, mercado, internacionalidad, trayectoria de la marca, apoyo y protección legal.
- Financial World (FW) aplica una versión simplificada del método de Interbrand. Se trata de obtener la diferencia entre los beneficios de una marca y los beneficios que debería producir una versión básica de ese producto sin marca. A esa diferencia la denomina «beneficios netos relativos a la marca». FW también aplica un múltiplo calculado en función de la fortaleza de la marca sobre la base de cinco factores: liderazgo, estabilidad, internacionalidad, continuidad de la importancia de la marca dentro de su sector y seguridad de la propiedad legal de la marca.

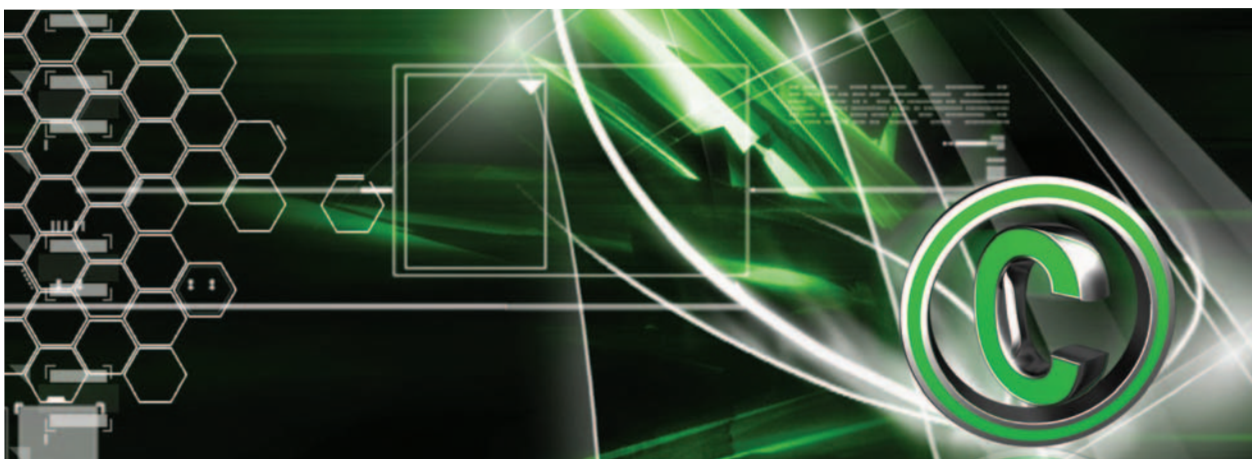


Imagen propiedad de Thinkstock.

- Beneficio diferencial (entre la empresa con marca y la empresa sin marca) por un múltiplo.
2. Aquellos que se centran en el valor de las opciones de vender a mayor precio o vender mayor volumen y las opciones de crecimiento del negocio a través de nuevos canales, en nuevos mercados o con nuevos formatos derivadas de la posesión de una marca (opciones reales de crecimiento). Esta alternativa se enmarcaría dentro de los modelos que valoran las expectativas de crecimiento diferencial, cuyos principales condicionantes serían las relaciones entre marca y cliente, las barreras de entrada, el liderazgo y el desarrollo de nuevos productos y negocios.

Dentro de los métodos de valoración de marcas, encontramos aquellos basados en la estimación de rendimientos diferenciales y los valoran opciones reales de crecimiento

Las opciones reales pueden ser de crecimiento geográfico, de crecimiento por utilización de nuevos canales de distribución, de crecimiento por diferenciación adicional, de crecimiento por utilización de nuevos formatos, de crecimiento por posibilidad de acceso a otros

segmentos del mercado o de abandono facilitado por la utilización de franquicias.

CONCLUSIÓN

La valoración de una marca, como activo intangible, es un proceso complejo y sometido a un grado de subjetividad más elevado que el propio mecanismo de valoración genérico de una empresa. Esta complejidad viene determinada por la dificultad para aislar aquellos flujos de caja que se originan exclusivamente en la posesión de una marca en concreto y el beneficio diferencial que ello reporta frente a productos de la competencia.

La conclusión que puede extraerse de las distintas metodologías analizadas es que, en cualquier caso, una adecuada gestión de la marca requiere tener presentes las opciones reales que la marca proporciona para tomar decisiones que incrementen (y que no disminuyan) el valor de las mismas. La perspectiva del análisis en este sentido ha de ser acertada a largo plazo, puesto que, desde un punto de vista estratégico, las decisiones que se van a adoptar pueden requerir varios años antes de generar el valor apropiado sobre la imagen de la empresa y su capacidad de penetración en el mercado ::

Modificación de los tipos impositivos del IVA



Imagen propiedad de Thinkstock.

Paula Ameijeiras

La Ley 26/2009, de Presupuestos Generales del Estado para 2010, modificó los tipos general y reducido del Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA), de forma que el tipo general ha pasado del 16 al 18% y el tipo reducido del 7 al 8%, sin que se haya producido alteración alguna en relación con el tipo superreducido del 4%.

La subida de los tipos de gravamen del Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA), a diferencia de otras medidas adoptadas por el legislador a lo largo de 2010, se adoptó con efectos a partir del pasado 1 de julio, pues su fin no era tanto la suficiencia recaudatoria a corto plazo, cuanto garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo. A results de la reciente entrada en vigor de esta modificación -y en los casos que hemos considerado más conflictivos-, vamos a analizar, con la ayuda de ejemplos, qué cuestiones hay que tener en cuenta para determinar el tipo de IVA que se ha de incluir en nuestras facturas.

EXPEDICIÓN DE LA FACTURA EN FECHA DISTINTA AL DEVENGO

El tipo aplicable será independiente de la fecha de expedición de la factura, de tal forma que, cuando la fecha en la que se realizan las operaciones (devengo) o aquella en la que se haya recibido el pago anticipado sea diferente de la fecha de expedición, se hará constar igualmente aquélla en la factura.

Ejemplo. Fecha de realización de la operación: 30 de junio de 2010. Fecha de expedición de la factura: 15 de julio de 2010. Se

aplicará el tipo impositivo vigente a la fecha de devengo (7/ 16%), haciendo constar ambas fechas en la factura.

PAGOS ANTICIPADOS ANTERIORES AL 1 DE JULIO DE 2010

Se debería haber aplicado el tipo vigente en el momento del abono efectivo del pago anticipado, sin que deba ser objeto de rectificación alguna cuando la operación a que corresponde se realice a partir del 1 de julio de 2010.

De acuerdo con el artículo 75.º uno de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido, el tipo aplicable en cada operación es el vigente en el momento del devengo

Ejemplo. Contrato de compra de un vehículo celebrado el 20 de junio de 2010, siendo el precio de transmisión 20.000 euros. Anticipo satisfecho el 20 de junio de 2010 por un importe de 10.000 euros: se aplica el 16%. Entrega del vehículo el 1 de agosto con pago de 5.000 euros, quedando pendiente un plazo de 5.000 euros con vencimiento el 1 de septiembre: se aplica el 18% a los 10.000 euros restantes, aun cuando parte del precio no se haya de pagar hasta septiembre.

OPERACIONES DE TRACTO SUCESIVO

Se aplicará el tipo impositivo vigente en el momento que sea exigible la contraprestación (momento en que se produce el devengo del impuesto).

Las operaciones devengadas a partir del 1 de julio determinarán la aplicación del tipo general del 18% o, en su caso, el tipo reducido del 8%

Ejemplo. Suministro de luz o telefónico del período 15 de junio al 15 de julio de 2010, estando pactado que el recibo del consumo se gire el 15 de julio. El devengo se produce el 15 de julio, por lo que se aplica a todo el suministro el tipo del 18%, aunque parte se corresponda con períodos de consumo anteriores al 1 de julio de 2010.

DESCUENTOS POSTERIORES A LA REALIZACIÓN DE LA OPERACIÓN

Los descuentos posteriores a la realización de la operación llevarán aparejada una modificación de la base imponible y la expedición de una factura rectificativa. En general, cualquier rectificación en una factura debida a un error se efectuará aplicando el mismo tipo impositivo de la factura que es objeto de rectificación ::



«Se trata de sacar mejor partido a nuestro esfuerzo, incluso de esforzarnos menos produciendo más y mejor»

Más por menos

La frase que da título a la columna de este mes ha tenido resonancias contundentes desde muy diversos ángulos de la sensible caja de resonancia en que se ha convertido nuestra sociedad por la fuente y el momento en que se ha expresado hace tan sólo unas semanas. La idea detrás de estas palabras, según esta acepción, es que los trabajadores españoles acepten rebajas de sus salarios y aumentos en sus cargas de trabajo. No ha sido bien recibida, en general, pues a nadie le agrada la perspectiva de una devaluación de los salarios y un aumento del esfuerzo laboral y, menos aún, sin otras perspectivas que ayudasen a compensar los sacrificios solicitados, como una mejora de la formación o las condiciones de trabajo.

Pero dediquémosle un segundo instante de reflexión a esta idea del «más por menos». ¿No es cierto que en su base se encuentra la expresión de la eficiencia en cualquier actividad, productiva o no productiva, relacional o individual, a la que queramos referirnos? ¿No es cierto que, sólo gracias a la eficiencia así conseguida, podremos ser más competitivos si nos referimos a la economía o a las empresas? ¿No es cierto que, de esta forma, aseguramos nuestra supervivencia a largo plazo en un contexto global, abierto, fluido y muy, muy exigente?

Pues no, no es cierto. Es decir, no sólo así. Pongamos la famosa frase de esta otra forma: «más y mejor por menos». Ahora sí. Ahora ya se puede hablar de sostenibilidad, productividad y competitividad. Claro que perturba la idea de una degradación salarial. Pero no se trata de eso, se trata de sacar mejor partido a nuestro esfuerzo, incluso de esforzarnos menos produciendo más y mejor. No lo vamos a hacer de la noche a la mañana, pero lo cierto es que la economía española no es competitiva y la gran cuestión es cómo acabar siéndolo de manera duradera.

Como nuestro país no puede hacer una devaluación de su tipo de cambio, ni frente a China ni mucho menos frente a

Alemania, lo único que puede hacer para ganar competitividad instantánea es una devaluación de sus salarios y sus precios. De sus precios, también, no se olvide, pues, a la postre, los precios son la clave, no sólo los salarios. No competimos con los salarios, sino con los precios, que son los que permiten al empresario recuperar los costes laborales unitarios más los otros costes de todo tipo (incluidos los administrativos y los fiscales) y, naturalmente, generar un margen que remunere su dedicación y el riesgo afrontado. De nada serviría devaluar los salarios si no hay un traslado inmediato a toda la cadena de costes y precios de manera que nuestros productos sean, a la postre, más competitivos en el exterior y en el interior (frente a las importaciones que conquistan los mercados domésticos). Es más: que sólo bajasen los salarios y que no lo hiciesen los precios sería una forma perfecta de acabar con el dinamismo interior sin ganar un ápice de dinamismo exterior.

No obstante, la competitividad que se pueda ganar devaluando salarios y precios es instantánea, pero efímera, al igual que sucede con la que se logra devaluando el tipo de cambio nominal. Para ganar competitividad de manera duradera hay que producir mejores bienes y servicios, incorporando más conocimiento e innovación, haciendo un uso más eficiente de las nuevas tecnologías a nuestro alcance y elevando la sofisticación de todos y cada uno de nuestros sectores productivos. Desde el punto de vista social, sólo se entendería una política de rebaja general de los sueldos y salarios de los trabajadores si los precios sufriesen en similar medida dicho ajuste y, especialmente, las ganancias de competitividad a las que diesen paso fuesen apuntaladas por avances duraderos en la productividad de nuestras empresas adoptando reformas estructurales. Sólo así podrían aumentar los salarios reales en el tiempo, lo mismo que el empleo. Demorar las reformas estructurales sólo sirve para hacer que ganen adeptos las devaluaciones que acaban empobreciendo a todos ::

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

Prodexpo 2011

Del 7 al 11 de febrero de 2011 tendrá lugar en el recinto ferial Zao Expocentr de Moscú (Rusia) la decimoctava edición de la feria internacional Prodexpo dedicada al sector de alimentación y bebidas. Esta feria es de periodicidad anual y de carácter exclusivamente profesional, abarcando desde mayoristas a minoristas de productos transformados, bebidas y productos para la industria alimentaria. La promoción de los productos alimenticios de alta calidad para el mercado interno mediante esta feria contribuye a la ejecución de proyectos federales de alta prioridad para mejorar la calidad de vida de los ciudadanos rusos.

La feria Prodexpo de Moscú es la principal feria agroalimentaria de cuantas se celebran en Rusia y, por tamaño, es la mayor de Europa oriental, por lo que constituye un relevante escaparate para las empresas interesadas en introducirse en el mercado ruso o consolidar su presencia en el mismo.

Por otro lado, la feria Prodexpo, que es visitada prácticamente por todos los distribuidores relevantes de Moscú y San Petersburgo, también constituye la exposición de referencia para los operadores del resto de regiones de Rusia y de los países del entorno, como Bielorrusia, Ucrania, Armenia o Asia central, por lo que es muy frecuente que la geografía de los contactos realizados en esta feria por los expositores no se limite a la Federación Rusa.

En la edición de la feria del año 2010, la superficie neta de exposición alcanzó los 39.364 m². El número de expositores fue de 1.774, procedentes de 57 países diferentes. El número de visitantes profesionales ascendió a 56.223, de los que 51.444 fueron nacionales::

	LUGAR	FECHA	ORGANIZA
FERIAS CON PABELLÓN OFICIAL			
ACTFL - American Council on the Teaching of Foreign Languages 2010 Sector: libros, publicaciones periódicas y otros productos editoriales	Boston (Estados Unidos)	Del 19 al 21 de noviembre	Contacto: ICEX, Alina San Juan Tlf: 902 349 000 E-mail: asanjuan@comercio.mityc.es
ROADEX-RAILEX Sectores: servicios integrados de ingeniería de infraestructuras civil	Abu Dhabi (Emiratos Árabes Unidos)	Del 28 al 30 de noviembre	Contacto: IIR Middle East Exhibition Tlf: +971 (0)4 335 24 37 E-mail: info@iirme.com
UIC 2010 - 7th World Congress on High Speed Rail Sectores: material, equipos y servicios ferroviarios	Beijing (China)	Del 6 al 9 de diciembre	Contacto: MAFEX Tlf: 944 706 504 E-mail: mafex@mafex.es

OTRAS FERIAS			
KLIMS 2010-Kuala Lumpur International Motor Show Sector: automóviles	Kuala Lumpur (Malasia)	Del 3 al 12 de diciembre	Contacto: Interexpo (M) Sdn Bhd Tlf: + 603 7710 3333 Correo electrónico: beatrice@interexpo-my.com
SIFEL MAROC 2010 Sector: todo tipo de industrias	Casablanca (Marruecos)	Del 9 al 12 de diciembre	Contacto: PROXEDIT Tlf: + 05 22 86 22 24

MISIONES COMERCIALES Y PARTICIPACIONES AGRUPADAS			
Misión comercial directa a Rusia 2010-SIDEREX Sectores: productos siderúrgicos	Moscú (Rusia)	Del 16 al 19 de noviembre	Organizador: Asociación Española de Exportadores de Productos e Instalaciones Siderurgias (SIDEREX). Olalla Alonso Tlf: 944 706 506 E-mail: olalla@siderex.es
Misión comercial directa a India 2010-AETIC Sector: tecnología y comunicaciones	India	Del 29 de noviembre al 3 de diciembre	Organizador: ICEX y Asociación de Empresas de Electrónica, Tecnologías de la Información y Telecomunicaciones de España (AETIC) Contacto: M ^a Dolores Beltrán Felipe Tlf: 91 590 23 00 E-mail: informacion@icex.es
Misión comercial directa a Argentina, Chile y Perú 2010-COFEARFE Sectores: ferretería	Buenos Aires (Argentina), Santiago de Chile (Chile) y Lima (Perú)	Del 18 al 19 de noviembre	Organizador: COFEARFE Contacto: Thais Rodríguez Tlf: 96 353 20 07 E-mail: arvefer@cofearfe.com



CLAVES DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

ICEX, 2010 | www.icex.es

El cierre en falso de la crisis financiera en Europa destapa nuevos elementos que amenazan los brotes económicos que habían aparecido en algunos países. La historia reciente nos ha dejado dos moralejas: la necesidad de detectar las causas de las crisis y actuar con celeridad para combatirlos y que algo ha cambiado respecto a crisis precedentes, pues los emergentes han sabido bandear con éxito la situación. La esperada reforma de la arquitectura financiera internacional abre un nuevo abanico de posibilidades con el uso de los fondos vinculado a su control. Todos estos temas y otros muchos se debaten en los artículos de la décima edición de *Claves*, en la que colaboran más de 90 especialistas nacionales e internacionales. Elementos de carácter estructural, como la reforma sanitaria aprobada en Estados Unidos, o coyunturales, como la situación en la que está el sector exterior español, han sido objeto de estudio en esta edición. La globalización de

la economía española es precisamente el ámbito elegido para el tema central. En la sección tribuna empresarial se muestran empresas que han sido pioneras en la aventura exterior, bien por el volumen de la inversión al apostar decididamente por Latinoamérica, como es el caso de Telefónica ::

OECD'S FDI RESTRICTIVENESS INDEX: 2010 UPDATE

OECD, 2010 | www.oecd.org

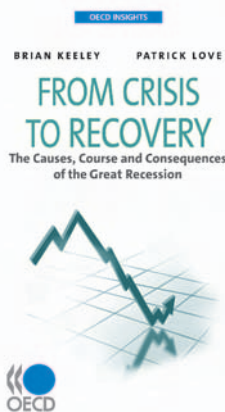
Trabajo preparado por la OCDE que elabora un índice de restricciones a la inversión extranjera para los principales países del mundo. China, Islandia y Rusia son los países con un mayor grado de restricciones en 2010. En Latinoamérica, el país con mayores restricciones es México, seguido de Perú y Brasil.

De los 44 estados analizados, España se sitúa en séptimo lugar y sexto de los países de la OCDE. En el informe se analizan cuatro indicadores para un total de 22 sectores de la economía de cada país.

De los cuatro indicadores analizados, España presenta la máxima puntuación en tres de ellos y sólo presenta restricciones a la IED en el indicador de participación en el capital. Esto es debido a las limitaciones en los sectores de transporte, medios de comunicación y servicios de negocio (consultoría, auditoría, etc.) y, en menor medida, en los servicios financieros (banca, seguros y otros).

Los países pertenecientes a la OCDE presentan una muy elevada apertura a la IED. Ocupa el primer puesto del *ranking* Luxemburgo, seguido de Países Bajos, Portugal, Rumanía, Eslovenia, Bélgica y España.

Los países que establecen mayores barreras a la IED son algunos de los principales mercados emergentes como China, Rusia, Arabia Saudí, Indonesia y México ::



FROM CRISIS TO RECOVERY: THE CAUSES, COURSE AND CONSEQUENCES OF THE GREAT RECESSION

OECD, 2010 | www.oecd.org

La OCDE analiza en este estudio las causas, la evolución y las consecuencias de la gran recesión económica actual. En él se explica cómo una acumulación mundial de liquidez, unida a una mala regulación, creó una crisis financiera que rápidamente comenzó a hacerse sentir en la economía real, provocó la destrucción de empresas y un aumento del desempleo a sus niveles más altos en décadas.

Para salir de la recesión propone emprender acciones para fortalecer la gobernanza corporativa y combatir la corrupción y evasión de impuestos. Asimismo, incluye recomendaciones a los Gobiernos para que la recuperación sea sostenible.

El estudio concluye que lo peor de la crisis ha pasado, pero el crecimiento económico y la recuperación del empleo tardarán varios años en volver a los niveles previos a la recesión económica. Los altos niveles de deuda pública y privada significará un recorte y el ahorro son propensos a convertirse en la prioridad principal, es decir, el impacto de la recesión se siguen sintiendo en los próximos años ::

Oportunidades en el ámbito de las energías renovables en Argelia

El Gobierno argelino pretende impulsar el desarrollo de fuentes energéticas alternativas de forma que ganen peso y, en 2027, representen un 15% de la producción eléctrica del país. Ello implicará el acometimiento de importantes inversiones, ya que en 2009 las renovables no alcanzaban ni el 5% de la producción energética total.

El sector de las energías renovables en Argelia actualmente está centrado en la energía solar, que

cuenta con 11.325 MW de potencia instalada y el Gobierno desea alcanzar los 15.000 MW en 2015.

Para la implementación de los planes en el sector energético ya se han puesto en marcha el Centro de Desarrollo de Energías Renovables y la New Energy Algeria.

Por su parte, en el Plan Solar Mediterráneo, en el que participan los países norteafricanos y de Oriente Medio, también se pretenden impulsar las energías renovables, principalmente la termosolar. Así, está

previsto incrementar la potencia existente en 20.000 MW, con inversiones por valor de 100.000 millones de euros.

Argelia presenta un enorme potencial para la explotación de las energías solar e hidráulica (está prevista la construcción de 19 nuevos embalses), ámbitos que ofrecen por tanto interesantes oportunidades de negocio para las empresas españolas, según afirma el Consejero jefe de la Oficina Económica y Comercial de la Embajada de España en Argel ::

Frente a la competencia textil china, entrada en su mercado



Imagen propiedad de Thinkstock.

Cada vez son más las empresas españolas del sector textil que deciden entrar en China para vender allí sus prendas y así hacer frente a la caída del consumo en el mercado nacional. Estas empresas han dejado de ver al gigante asiático como una amenaza para verlo como una fuente de oportunidades de negocio para el sector.

En los siete primeros meses de 2010, las exportaciones textiles españolas se incrementaron un 78% en relación con el mismo período del año anterior. Las ventajas derivadas del tipo de cambio entre el yuan y la divisa europea, así como

la mayor demanda de tejidos de los confeccionistas chinos, impulsada por la recuperación de la economía mundial y de sus exportaciones, apoyarían las mayores ventas.

Las empresas del sector consideran que el mercado chino posee un gran potencial, a pesar de la fuerte descompensación entre los flujos comerciales de productos textiles bilaterales: las exportaciones españolas hacia China se situaron en los 57,6 millones de euros, hasta el pasado mes de julio, mientras que las importaciones procedentes del gigante asiático alcanzaron los 1.837 millones. Si bien las grandes empresas

españolas del sector están intensificando su presencia en China y, con ello, impulsan las ventas exteriores a este mercado, todavía su peso es limitado, según afirma Víctor Fábregat, encargado de la dirección del Centro de Información Textil y de la Confección.

Diversas empresas mantienen toda o parte de la producción que destinan a China en España. No obstante, de acuerdo con el director de España Interchina Consulting, Eduardo Morcillo, la forma más rentable de comercializar los productos textiles en el mercado chino es a través de la producción directa en el mismo ::

Mitra lleva a Brasil la sostenibilidad urbana

Mitra, la *spin-off* de la Universidad de Granada, dedicada a la consultoría en urbanismo sostenible desde 2006, prepara su primera incursión internacional con la creación de una cursal en Sao Paulo, Brasil.

La compañía fue la única participante española en el Congreso Internacional de Edificación Sostenible celebrado en septiembre en dicha ciudad, principal centro financiero del país y América Latina. En el encuentro, Mitra dio a conocer su experiencia en el desarrollo de soluciones de ahorro y eficiencia energética en el campo del urbanismo y la edificación. El éxito cosechado y los contactos creados en el país han llevado a la compañía a tomar la decisión de salir al exterior.

Mitra ha cerrado diversos acuerdos de colaboración con empresas locales y la Administración pública brasileña. En el sector privado, la sociedad tiene acuerdos para conseguir edificaciones que ahorren al menos un 50% de la energía consumida. En el ámbito

público, Mitra asesorará a los municipios para conseguir planeamientos urbanos y modelos de ciudad sostenibles.

Hasta ahora, Mitra llevaba a cabo estas actividades exclusivamente en Andalucía y Extremadura.

El mercado brasileño es clave en la estrategia de expansión de la empresa, porque la eficiencia energética se valora y se demanda cada vez más en la planificación urbanística de este país. Adicionalmente, está presente en todos los planes de regeneración urbana de cara al mundial de fútbol de 2014 y los juegos olímpicos de 2016.

Según el Consejero Delegado, muchas empresas «convierten la sostenibilidad en algo caro y en un producto de lujo» y Mitra ha apostado por su «democratización, llevando el ahorro energético a todo el mundo».

Mitra es una empresa que actualmente emplea a 11 personas, aunque prevé reforzar la plantilla para emprender la actividad internacional ::

Bodegas Castejón: el vino madrileño viaja a China

El 29 de agosto, la bodega inauguró sus nuevas instalaciones en la ciudad de Weifang, China. El acuerdo de asociación y colaboración que la compañía ha llevado a cabo con importadores chinos ha permitido la creación de la sociedad Bodegas Castejón Grape Wine C.O. Ltd., junto con dos socios locales.

El acto de inauguración estuvo presidido por el Director general del Xiamen Administration for Industry and Commerce (XAIC), autoridades institucionales de la ciudad de Weifang, Miguel Juan Castejón -representante de Bodegas Castejón- y los dos socios chinos.

La nueva bodega está afinada en la ciudad de Weifang, en la provincia de Shandong, una región situada en la costa oriental que se ha convertido en una de las zonas más pobladas y prósperas de la república popular, con casi 95 millones de habitantes.

Este paso hacia la internacionalización ha estado precedido por un largo período de negociaciones, que finalmente han llegado a un acuerdo y que permitirán el desarrollo de un proyecto de expansión de la bodega en el mercado asiático.

Bodegas Castejón ostenta la denominación de origen de vinos de Madrid. Fundada en 1959, cuenta con 62 hectáreas en propiedad en la zona de Arganda del Rey, lo que le permite tener una capacidad de producción de 4.000 litros de vino. Produce una gran variedad de vinos de crianza, reserva y gran reserva, a partir de las variedades de uva tempranillo, malvar y viura.

Los vinos de la compañía han recibido numerosos premios, otorgados por el Consejo Regulador D.O. Vinos de Madrid y diversos salones internacionales ::



Vista aérea de Sao Paulo.

Imagen propiedad de Thinkstock.

Caramelos españoles por todo el mundo

Vidal Golosinas, el fabricante de golosinas líder en el mercado español, acaba de abrir una filial en Estados Unidos.

Vidal Candies USA, con sede en Moorestown, New Jersey, es la primera compañía en el exterior controlada por la sociedad al 100%. Según el Director General, la estrategia de la empresa para combatir la crisis pasa por fomentar aún más la internacionalización.

Vidal Golosinas cuenta actualmente con presencia internacional vía exportaciones principalmente a Europa, pero, con esta expansión, pasará a distribuir sus productos directamente por el territorio estadounidense.

En cuanto a cifras de ventas, las cerca de 40 empresas que componen el sector de los dulces en España vendieron 215.775 toneladas de chicles y caramelos en el ejercicio 2009. De esta cantidad, se dedicó, por primera vez, más de la mitad a

la exportación, siendo la internacionalización la vía de escape a la crisis.

La compañía, con 47 años de historia, comenzó a exportar a través de terceros en los años ochenta, cambiando ahora de estrategia con el objetivo de conseguir un mayor esfuerzo comercial en el exterior.

Vidal Golosinas cuenta con una línea de dulces -Kosher-, elaborada especialmente para hebreos que respeta la ley alimentaria judía. A través de la nueva filial, la empresa podrá distribuir esta línea de dulces entre los hebreos del continente americano.

Actualmente, la facturación de Vidal Golosinas se sitúa en torno a los 135 millones de euros, con una cuota de mercado en España del 17%. Cuenta con dos factorías, situadas en Molina de Segura, Murcia, en las que da empleo a 600 trabajadores.

A pesar del entorno económico, Vidal Golosinas espera incrementar sus ingresos y resultados en el ejercicio 2010 ::

Balance positivo del sector exterior español

El secretario de Estado de Comercio Exterior, Alfredo Bonnet, en su reciente comparecencia en el Congreso de los Diputados, ha hecho balance de la situación del sector exterior español y ha manifestado que la internacionalización desempeñará un papel crucial en la recuperación económica, a la vez que ha recordado que las empresas con actividad internacional gozan de una posición más ventajosa para hacer frente a las adversidades.

Desde 2008, el sector exterior constituye un factor de crecimiento de la economía española. En el primer trimestre de 2010, la demanda exterior neta ha contribuido al crecimiento agregado en 1,5

puntos y, en el segundo trimestre del año, lo ha hecho en 0,4 puntos.

Las exportaciones españolas de mercancías han registrado un incremento interanual del 15,8%, mientras que el crecimiento de las importaciones se ha situado en el 14,8%, resultando un crecimiento del déficit comercial de 11,5%. Las previsiones de la Secretaría de Estado de Comercio Exterior apuntan a un crecimiento de las ventas y compras españolas exteriores en torno al 15 y 13%, respectivamente, para el conjunto de 2010.

Respecto a la inversión extranjera directa, España se configura como el séptimo principal mercado por volumen de inversión acumulada ::

Nueva versión de los INCOTERMS



Imagen propiedad de Thinkstock.

En enero de 2011, entrará en vigor una nueva versión de los Términos del Comercio Internacional, los INCOTERMS 2010, publicados por la Cámara de Comercio Internacional (ICC), que sustituyen a los INCOTERMS 2000.

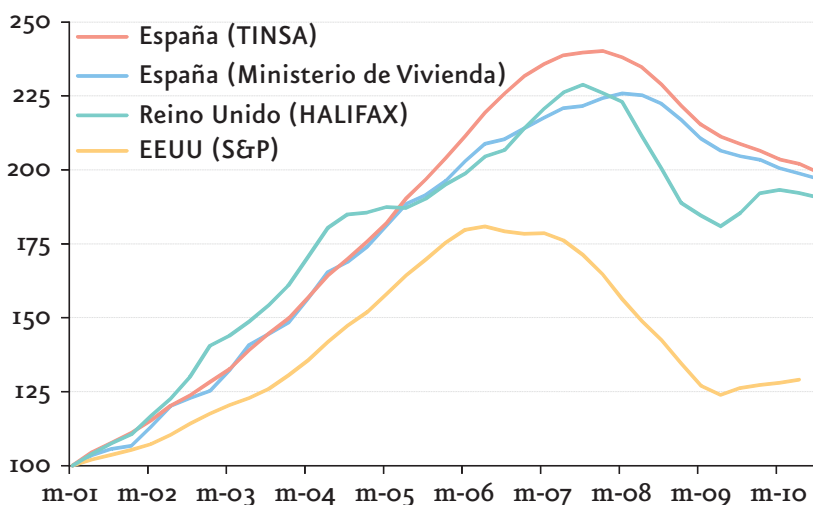
En la elaboración de los INCOTERMS 2010, la ICC ha tenido en cuenta la evolución revestida en la operativa del comercio mundial en la última década y así ha considerado ciertos aspectos como la sustitución de documentos en papel por el formato electrónico o los avances en materia de seguridad de la carga. Esta nueva versión elimina cuatro términos, DAF (*delivered at frontier*), DDU (*delivered duty unpaid*), DES (*delivered ex ship*) y DEQ (*delivered ex quay*), e incorpora dos nuevos, DAP (*delivered at place*) y DAT (*delivered at terminal*) ::

¿«Brotos verdes» en el mercado inmobiliario?

Sara Baliña

Precios de la vivienda

(índice base 100 = marzo 2001)



Fuente: elaboración propia a partir de Ministerio de la Vivienda, TINSA y Ecowin.

Cuando parecía que el mercado inmobiliario no nos iba a deparar grandes sorpresas al menos hasta bien avanzado 2011, los registros de compraventas de viviendas durante los meses estivales han devuelto al centro del debate la discusión sobre qué factores subyacen a la dinámica actual de demanda de vivienda y si lo que a día de hoy se pueden definir como «incipientes brotes verdes» en el mercado residencial van a terminar floreciendo o se van a quedar en un simple espejismo.

La analogía con lo que ocurrió con el consumo de las familias durante el primer semestre de 2010 y lo que están revelando los indicadores más contemporáneos de gasto en los últimos meses podría ser extrapolable al ámbito inmobiliario, otorgando mayor probabilidad al segundo de los escenarios planteados, más teniendo en cuenta parte del carácter transitorio que está mostrando la recuperación de las ventas (subida del IVA, eliminación de la deducción por vivienda a partir de 2011, etc.).

En todo caso, lo que aquí recogemos es la senda de precios inmobiliarios en España durante los últimos años y su comparativa con EEUU y Reino Unido. Aunque con divergencias según el índice empleado, se puede situar hacia finales de 2007 el techo en precios de la vivienda en España y Reino Unido, mientras que en EEUU se alcanzó hacia mediados de 2006. Desde el «pico» de los respectivos ciclos, los precios cayeron en EEUU del orden de un 30%; en Reino Unido, algo más del 20% y, en España, las variaciones oscilan entre un 12 y un 17%, en cualquier caso inferiores a las observadas en las otras dos economías. Durante los primeros meses de 2010, al auspicio de programas de ayuda a la compra, los precios en EEUU y Reino Unido han empezado a repuntar de forma moderada. Agotados los estímulos, el perfil es nuevamente correctivo. En España, por el momento, estamos asistiendo a una contención en su deterioro. ¿Inicio de una senda alcista o nueva recaída finalizados los efectos temporales? ::

Resumen mensual

FONDOS

Durante los últimos tres años, se ha observado una notable reducción en las suscripciones netas de fondos de inversión, sobre todo a partir de la quiebra de Lehman Brothers y las derivadas sistémicas que produjo. En un primer momento, en 2007, monetarios y renta fija a corto plazo fue una de las categorías menos castigadas, registrando unos reembolsos ligeramente superiores a los 5.000 millones de euros. Una tendencia similar fue la que se observó en 2008, y ya en 2009 los reembolsos de esta categoría han sido muy superiores a los registrados por todo el conjunto de los fondos de inversión.

Así, de enero a septiembre de 2010, los reembolsos de monetarios y renta fija a corto plazo ascendieron a 20.199 millones de euros, frente a los 16.535 millones del conjunto de los fondos. ¿Hasta cuándo seguirá la guerra por captar depósitos?

Sebastián Larraza

MERCADOS BURSÁTILES

Tras el castigo a los mercados bursátiles en agosto, las principales Bolsas desarrolladas acumularon avances que superaron el 5% en septiembre. El sector financiero/bancos muestra un claro *underperformance* (rentabilidad por debajo del *benchmark*). Han sido los sectores más vinculados al ciclo (automóvil, químicas, industria, etc.) los que han liderado los avances en Bolsa. Los sectores defensivos (alimentación, salud, *utilities*) cerraron el mes en positivo, pero con un notable peor comportamiento relativo.

En nuestra cartera recomendada, mantenemos nuestra estrategia en la selección de valores con un ROE superior a la media del mercado, con un margen EBITDA superior, un nivel de apalancamiento inferior.

Luis Hernanz

DIVISAS

La última reunión del Banco de Inglaterra ha tenido unas consecuencias que han calado en el mercado ante la posibilidad de una extensión de las medidas de estímulo adicionales. Un mensaje que varía con la unanimidad en el consejo observado en anteriores comunicados y deja



Imagen propiedad de Thinkstock.

abierta la posibilidad a una segunda ronda de medidas monetarias no convencionales. La reformulación del plan de consolidación fiscal, con el mayor ajuste de gasto barajado desde la Segunda Guerra Mundial, ha sido leída en clave desinflacionista a corto plazo (potenciada por el sesgo negativo con el que se saldó la batería de referencias macro de la semana) y no como una vía para reorientar la dinámica de las cuentas públicas a medio plazo.

Un escenario que ha intensificado los movimientos de reajuste en variables financieras: tanto la reacción de la libra, que se deprecia un 1,5% en la semana, como la relajación de la curva de tipos.

Luis Hernanz

RENTA VARIABLE

El mes de septiembre para los mercados financieros se saldó con un balance positivo, destacando la renta variable, especialmente en la eurozona. Tras un mes de agosto de fuertes correcciones para la Bolsa, los principales selectivos occidentales cerraron septiembre acumulando ganancias que superaron el 5%. En este contexto, resultaron decisivos los movimientos producidos en el balance de la Reserva Federal.

Por el contrario, el fuerte castigo a las curvas de deuda periféricas del área euro, sobre todo en Irlanda, Grecia y Portugal, ha propiciado un mal mes para los fondos de renta fija europea.

Sebastián Larraza

El post del mes Alberto Vázquez

Los hedge funds registran en septiembre la mayor rentabilidad mensual de 2010



Conocíamos el pasado mes la rentabilidad en septiembre de las distintas estrategias de *hedge funds* de acuerdo a los datos proporcionados por Credit Suisse/Tremont. Tras un mes de agosto especialmente difícil para los activos de riesgo, en septiembre asistimos a importantes revalorizaciones bursátiles tanto en las economías desarrolladas (S&P 500: 8,76%, EuroStoxx 50: 4,76%) como emergentes (MSCI Emerging Markets: 10,87%), las cuales se vieron favorecidas en parte por el comunicado llevado a cabo el pasado mes por la autoridad monetaria en Estados Unidos. En este sentido, la Reserva Federal dejaba la puerta abierta a una ampliación de su programa de *quantitative easing* si la economía de aquel país continuaba con la tendencia de desaceleración que se viene observando en los últimos meses. El sentimiento de optimismo instaurado en los mercados tuvo su traslado al universo *hedge*, al revalorizarse el pasado mes de septiembre un 3,43%, la mayor rentabilidad mensual en lo que llevamos de año. Con la única excepción de *short bias* (estrategia de inversión en *hedge funds*), todos los restantes sectores registraron una rentabilidad positiva, dejando la rentabilidad en lo que llevamos de año en el 5,98%, esto es, más de un 5% por encima de la registrada en el mismo período por los mercados bursátiles a nivel global representados por el índice MSCI world.

Long short equity (estrategia de inversión en *hedge funds*), con una revalorización del 5,09%, y *emerging markets* (estrategia de inversión en *hedge funds*), con un 4,77%, han sido, por este orden, las estrategias más rentables durante el mes de septiembre, al verse favorecidas por el fuerte rally

experimentado por los mercados bursátiles. En este sentido, muchos fondos *long short* fueron incrementando su posicionamiento neto largo al mercado a medida que avanzaba el mes, lo cual les permitió terminar registrando la mayor ganancia mensual desde mayo de 2009. Por su parte, los fondos focalizados en los mercados emergentes se beneficiaron del buen comportamiento de los mercados bursátiles asiáticos y latinoamericanos, así como de la intensa apreciación de sus divisas.

Los fondos *equity market neutral* (estrategia de inversión en *hedge funds*) se revalorizaron en media un 3,66% al capitalizar las cesiones experimentadas desde máximos de las correlaciones y, en consecuencia, aprovechar las reversiones en precio de los activos bursátiles.

El sector *event driven* (estrategia de inversión en *hedge funds*) registró una subida del 3,20%, al continuar capitalizando un mes más la mayor actividad de M&A y las oportunidades que se están presentando en el universo de la deuda *distressed*.

Por último, los fondos *global macro* (estrategia de inversión en *hedge funds*) se revalorizaron finalmente un 2,72%. El mayor riesgo adoptado por los gestores en los mercados cambiarios, fundamentalmente vía exposición a las divisas asiáticas y al dólar australiano, así como su posicionamiento largo en materias primas, les ha permitido elevar al 9,33% su rentabilidad en lo que va de año, siendo la estrategia más destacada hasta la fecha, junto con *fixed income arbitrage* (estrategia de inversión en *hedge funds*), la cual acumula en 2010 una rentabilidad del 9,79% ::

RENTABILIDADES EN SEPTIEMBRE DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS (%)

	sep-10	ago-10	YTD*
Convertible arb	1,11	1,35	7,51
Short bias	-11,28	5,15	-12,49
Emerging markets	4,77	0,12	7,72
Equity market neutral	3,66	-1,55	-0,96
Event driven	3,20	-0,40	6,31
Fixed-income arb	1,55	1,24	9,79
Global macro	2,72	1,48	9,33
Long-short equity	5,09	-1,12	3,12
Managed futures	2,77	4,87	6,44
Hedge fund index	3,43	0,23	5,98
MSCI world	9,11	-3,92	0,92

* YTD: a 30/09/10

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Credit Suisse.

TIPOS DE CAMBIO. DIVISA FRENTE AL EURO

País	Divisa	Código	29/10/2010	Hace 52 semanas	Últimas 52 semanas	
					Máximo	Mínimo
Argentina	Peso	ARS	5,48	5,67	5,77	4,66
Brasil	Real	BRL	2,36	2,57	2,65	2,17
Bulgaria	Lev	BGL	1,96	2,23	2,28	1,89
Canadá	Dólar	CAD	1,42	1,58	1,60	1,25
Chile	Peso	CLP	677,73	788,18	789,45	627,81
China	Yuan	CNY	9,25	10,13	10,34	8,12
Colombia	Peso	COP	2.542,80	2.930,47	3.022,35	2.280,18
Corea del Sur	Won	KRW	1.557,77	1.759,85	1.766,81	1.397,92
EEUU	Dólar	USD	1,39	1,48	1,51	1,19
Hungría	Florín	HUF	273,47	271,84	292,09	260,52
India	Rupia	INR	61,64	69,99	70,33	55,13
Japón	Yen	JPY	111,71	135,78	135,98	105,44
Kenia	Chelín	KES	109,83	111,01	116,25	95,14
Malasia	Ringgit	MYR	4,3104	5,0763	5,121	3,9147
Marruecos	Dirham	MAD	11,2585	11,3606	11,3715	10,8593
Nigeria	Naira	NGN	207,8185	224,5791	229,571	179,5975
Perú	Sol	PSS	4,2790034	4,8999118	4,9324282	4,1520346
Polonia	Zloty	PLN	3,9838	4,2214	4,3344	3,8232
Reino Unido*	Libra	GBP	0,87197	0,8961	0,9154	0,8068
Rep. Checa	Corona	CZK	24,641	26,267	26,599	24,201
Rep. Sudáfrica	Rand	ZAR	9,7307	11,4354	12,1444	9,0596
Rusia	Rublo	RUB	42,6749	43,2762	45,5122	37,1825
Suiza	Franco	CHF	1,3699	1,5109	1,5175	1,2766
Venezuela	Bolívar	VEB	5948,069	3185,196	6103,376	3053,685

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

Fuente: Bloomberg.

TIPOS DE INTERÉS. OCTUBRE 2010

	1 día	3 meses	1 año		1 día	3 meses	1 año
Área euro	0,46	1,00	1,50	Canadá	1,15	1,26	2,18
Dinamarca	0,52	1,15	1,30	Estados Unidos	0,42	0,50	1,15
Reino Unido	0,46	1,11	2,25	Argentina	9,31	12,38	14,81
Suecia	0,92	1,28	1,80	Brasil	10,67	0,10	0,09
Suiza	0,16	0,38	0,71	Chile	2,60	2,91	2,94
				México	4,57	4,60	4,71
Bulgaria	0,98	4,02	7,23	Perú	1,82	3,36	5,42
Rep. Checa	1,14	1,28	1,70				
Hungría	4,50	4,72	5,35	Australia	4,55	5,00	5,70
Polonia	3,00	3,85	4,25	China	2,60	1,71	2,25
Rusia	2,75	3,57	4,73	Corea	4,25*	5,10	4,49
				Hong Kong	0,08	0,36	0,80
Egipto	3,00	6,97	6,5	Indonesia	6,31	7,09	7,68
Sudáfrica	6,40	6,65	6,80	Japón	0,11	0,25	0,52
Turquía	7,00	8,30	9,10	Singapur	0,35	0,32	0,85

* A una semana.

Fuente: Bloomberg y Reuters.

«RATINGS» A LARGO PLAZO EN MONEDA EXTRANJERA. OCTUBRE 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	Aa3	A+	Marruecos	Ba1	BBB-
Colombia	Ba1	BBB-	Senegal	NR	B+
México	Baa1	BBB	Sudáfrica	A3	BBB+
Perú	Baa3	BBB-	Túnez	Baa2	BBB
Venezuela	B2	BB-			
EUROPA DEL ESTE			ASIA		
Bulgaria	Baa3	BBB	China	A1	A+
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. OCTUBRE 2010

	PIB ¹			Inflación ¹			Tasa paro (%) ²			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	-4,7	3,2	1,9	0,4	1,1	1,4	7,5	7,8	7,8	-3,3	-5,0	-4,7	167,0	167,0	175,0
Dinamarca	-4,7	1,5	1,8	1,3	2,0	1,7	6,0	6,9	6,5	-2,7	-5,5	-4,9	12,3	8,7	8,3
España	-3,7	-0,4	0,6	-0,3	1,6	1,4	18,0	19,7	19,8	-11,2	-9,8	-8,8	-81,7	-60,3	-46,1
Francia	-2,5	1,5	1,5	0,1	1,6	1,5	9,5	10,2	10,1	-7,5	-8,0	-7,4	-51,6	-48,9	-46,4
Grecia	-2,0	-3,8	-2,3	1,2	3,6	1,4	9,5	11,8	13,2	-37,3	-28,2	-20,4	-37,3	-27,9	-19,0
Irlanda	-7,6	-0,4	2,0	-4,5	-1,0	1,0	11,9	3,8	13,4	-14,3	-11,7	-12,1	-6,8	-3,6	-2,0
Italia	-5,1	1,0	1,0	0,8	1,5	1,8	7,8	8,8	8,8	-5,3	-5,3	-5,0	-69,3	-58,8	-45,4
Polonia	1,7	3,3	3,7	3,5	2,5	2,9	8,2	9,2	9,4	-7,1	-7,3	-7,0	-7,3	-11,1	-14,6
Reino Unido	-4,9	1,5	2,1	2,2	3,1	2,6	7,6	7,8	7,4	-11,5	-12,0	-10,0	-24,2	-41,5	-33,3
Bulgaria	-5,0	0,0	2,4	2,8	2,7	3,3	6,8	7,9	7,3	-3,9	-2,8	-2,2	-4,5	-2,8	-2,9
Rumanía	-7,1	-1,9	1,2	5,6	6,1	5,2	6,9	8,5	7,9	-8,3	-8,0	-7,4	-7,3	-8,3	-9,3
Zona euro	-4,0	1,6	1,4	0,3	1,5	1,6	9,4	10,3	10,4	-6,3	-6,6	-6,1	-78,4	-41,3	-6,7
UE-27	-4,1	1,5	1,5	0,7	1,7	1,7	9,7	10,3	10,2	-6,8	-7,2	-6,5	-53,7	-20,5	-27,1

OTROS PAÍSES EUROPEOS

Rusia	-7,9	4,4	4,3	8,8	8,0	7,8	7,5	7,0	6,5	-5,1	-1,6	-1,8	49,5	79,8	64,0
Suiza	-1,9	2,6	1,8	-0,5	0,8	0,9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	58,7	63,3	64,1
Turquía	-4,7	7,3	4,5	6,3	8,5	6,5	14,0	13,9	13,4	-5,5	-3,5	-3,0	-14,0	-35,8	-40,9
Europa Este	-5,2	3,9	3,9	6,3	6,2	5,9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1,3	26,4	-4,6

¹ Tasa de crecimiento anual. ² Dato actualizado semestralmente.

³ Miles de millones de dólares. (p): Previsiones • (e): Estimaciones.

Fuente: Consensus Forecasts, Comisión Europea y elaboración propia.

INDICADORES MACROECONÓMICOS AMÉRICA. OCTUBRE 2010

	PIB ¹			Inflación ¹			Saldo público sobre PIB			Balanza corriente ²		
	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)
AMÉRICA												
Argentina	0,9	7,8	4,6	7,7	11,3	11,8	-0,6	-0,4	-1,3	11,5	6,2	3,4
Bolivia	3,4	3,8	3,8	0,3	4,4	5,0	n.d.	n.d.	n.d.	0,8	0,9	1,0
Brasil	-0,2	7,5	4,6	4,3	5,1	4,9	7,8	2,7	2,4	-24,3	-48,8	-63,8
Chile	-1,5	5,3	5,9	-1,4	3,3	3,3	-4,5	-2,2	-1,0	4,2	-0,8	-3,0
Colombia	0,8	4,4	4,5	2,0	2,9	3,6	n.d.	n.d.	n.d.	-5,1	-5,4	-5,6
México	-6,5	4,7	3,6	3,6	4,4	3,8	-2,3	-2,6	-2,3	-5,7	-8,4	-13,2
Perú	0,9	7,8	5,7	0,2	2,8	2,5	n.d.	n.d.	n.d.	0,2	-1,4	-2,5
Venezuela	-3,3	-3,1	0,8	26,9	31,2	30,2	-5,1	-2,1	-2,9	8,6	19,1	18,5
América Latina	-1,7	5,5	4,0	5,7	7,3	7,1	n.d.	n.d.	n.d.	-15,3	-48,3	-76,1
EEUU	-2,6	2,7	2,4	-0,3	1,6	1,4	n.d.	n.d.	n.d.	-378,0	-486,0	-540,0
Canadá	-2,5	3,1	2,5	0,3	1,7	2,1	n.d.	n.d.	n.d.	-38,1	-39,1	-30,3

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

Fuente: Consensus Forecasts.

INDICADORES MACROECONÓMICOS ASIA/PACÍFICO. OCTUBRE 2010

	PIB ¹			Inflación ¹			Balanza corriente ²		
	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)
ASIA/PACÍFICO									
China	9,1	9,9	9,0	-0,7	2,9	3,0	297,1	268,3	276,8
India	7,4	8,3	8,4	12,0	9,6	6,8	-38,4	-46,1	-55,1
Japón	-5,2	3,0	1,2	-1,4	-0,9	-0,3	142,2	193,7	200,6
Corea del Sur	0,2	6,1	4,2	2,8	2,9	3,1	42,7	25,6	19,0
Asia/Pacífico	1,9	6,4	5,1	0,8	2,2	2,3	549,9	543,6	541,9

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

Fuente: Consensus Forecasts.

COMERCIO EXTERIOR POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. ENERO - AGOSTO 2010

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros
Andalucía	11.946,1	10,0	29,2	15.199,8	9,9	33,0	-3.253,7
Aragón	5.276,2	4,4	16,4	4.536,1	2,9	19,0	740,1
Asturias	2.197,2	1,8	35,6	2.353,3	1,5	40,7	-156,0
Baleares	568,6	0,5	-36,9	1.030,0	0,7	23,9	-461,4
Comunidad Valenciana	11.937,4	10,0	14,3	12.750,9	8,3	22,4	-813,5
Canarias	1.310,4	1,1	35,1	3.033,8	2,0	33,7	-1.723,4
Cantabria	1.492,0	1,3	24,4	1.272,8	0,8	39,3	219,2
Castilla-La Mancha	2.033,1	1,7	10,9	3.331,1	2,2	14,8	-1.298,0
Castilla-León	6.805,2	5,7	16,7	5.758,9	3,7	18,5	1.046,3
Cataluña	30.971,4	26,0	17,0	43.513,9	28,3	15,4	-12.542,5
Ceuta	0,1	0,0	-27,3	182,0	0,1	12,3	-181,9
Extremadura	835,9	0,7	4,9	651,0	0,4	9,9	185,0
Galicia	9.601,4	8,1	10,8	8.627,6	5,6	7,9	973,8
Madrid	13.528,5	11,4	8,1	32.484,7	21,1	1,0	-18.956,1
Melilla	2,8	0,0	-53,0	85,4	0,1	-14,8	-82,6
Murcia	3.257,2	2,7	14,0	4.757,6	3,1	10,1	-1.500,4
Navarra	4.691,1	3,9	38,3	2.888,7	1,9	29,1	1.802,4
País Vasco	11.394,8	9,6	20,8	9.835,6	6,4	25,0	1.559,1
La Rioja	809,7	0,7	3,4	605,9	0,4	16,4	203,8
Sin determinar	364,1	0,3	46,8	1.115,7	0,7	25,4	-751,6
Total	119.023,3	100,0	17,0	154.014,6	100,0	15,2	-34.991,4

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

COMERCIO EXTERIOR POR SECTORES ECONÓMICOS. ENERO - AGOSTO 2010

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros
Alimentos	18.075,0	15,2	9,5	15.575,3	10,1	3,7	2.499,7
Productos energéticos	5.768,6	4,8	25,4	28.603,7	18,6	29,5	-22.835,1
Materias primas	2.915,2	2,4	52,0	5.687,4	3,7	72,0	-2.772,2
Semimanufacturas no químicas	14.554,1	12,2	25,7	11.465,1	7,4	26,5	3.089,0
Productos químicos	18.649,8	15,7	23,8	23.740,9	15,4	14,2	-5.091,2
Bienes de equipo	23.677,0	19,9	14,3	30.143,0	19,6	9,5	-6.466,0
Sector automóvil	19.046,4	16,0	9,7	16.673,8	10,8	-0,1	2.372,6
Bienes de consumo duradero	2.196,1	1,8	4,5	5.197,1	3,4	29,7	-3.001,0
Manufacturas de consumo	10.185,2	8,6	7,5	16.279,4	10,6	10,9	-6.094,3
Otras mercancías	3.955,9	3,3	64,3	648,9	0,4	35,9	3.307,0
Total	119.023,3	100,0	17,0	154.014,6	100,0	15,2	-34.991,4

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

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

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros
UNIÓN EUROPEA	80.337,2	67,5	14,6	84.618,0	54,9	9,2	-4.280,8
ZONA EURO	65.989,5	55,4	14,3	67.998,9	44,2	5,3	-2.009,5
Francia	21.919,9	18,4	12,4	16.801,1	10,9	4,9	5.118,8
Bélgica	3.279,6	2,8	15,5	3.928,6	2,6	14,1	-649,1
Luxemburgo	103,8	0,1	-19,6	279,1	0,2	65,1	-175,4
Países Bajos	3.631,7	3,1	19,9	6.745,3	4,4	21,3	-3.113,6
Alemania	12.534,0	10,5	9,0	18.491,3	12,0	-7,8	-5.957,3
Italia	10.238,8	8,6	24,1	10.744,5	7,0	14,0	-505,7
Irlanda	511,0	0,4	34,9	2.174,4	1,4	-18,1	-1.663,5
Portugal	10.508,3	8,8	14,9	5.346,0	3,5	19,5	5.162,3
Austria	992,8	0,8	15,1	1.182,7	0,8	9,1	-189,9
Finlandia	345,9	0,3	18,1	700,6	0,5	-9,9	-354,7
Grecia	1.063,9	0,9	-6,7	361,1	0,2	67,8	702,8
Eslovenia	255,1	0,2	22,8	136,3	0,1	21,2	118,8
Malta	92,2	0,1	11,7	81,9	0,1	77,5	10,3
Chipre	231,5	0,2	103,9	8,4	0,0	40,2	223,1
Eslovaquia	281,2	0,2	7,0	1.017,6	0,9	88,6	-736,3
RESTO UE	14.347,7	12,1	15,6	16.619,0	10,8	28,8	-2.271,3
Reino Unido	7.497,2	6,3	15,9	7.061,9	4,6	19,1	435,3
Dinamarca	597,7	0,5	-1,8	1.091,7	0,7	-8,4	-494,0
Suecia	950,3	0,8	17,9	1.484,1	1,0	11,0	-533,8
Estonia	47,0	0,0	6,0	26,4	0,0	-53,8	20,6
Letonia	49,9	0,0	-2,4	42,2	0,0	3,2	7,7
Lituania	111,7	0,1	7,0	126,5	0,1	3,1	-14,8
Polonia	1.712,5	1,4	8,3	2.005,4	1,7	39,1	-292,8
República Checa	948,0	0,8	16,8	1.432,3	1,2	45,6	-484,3
Hungría	584,6	0,5	20,1	1.147,7	1,0	13,0	-563,1
Bulgaria	201,0	0,2	30,4	220,5	0,1	15,2	-19,5
Rumanía	528,3	0,4	24,9	672,5	0,4	42,8	-144,3
RESTO EUROPA	8.045,4	6,8	31,2	9.634,5	6,3	14,8	-1.589,1
Suiza	2.194,5	1,8	30,6	1.757,4	1,1	-4,4	437,0
Noruega	588,2	0,5	71,4	1.167,0	0,8	-3,7	-578,8
Turquía	2.346,3	2,0	45,6	2.007,1	1,3	19,4	339,2
Rusia	1.199,8	1,0	26,8	3.954,3	2,6	37,7	-2.754,5
Croacia	130,1	0,1	-0,6	31,0	0,0	-7,1	99,1
AMÉRICA DEL NORTE	4.845,3	4,1	7,7	6.536,7	4,2	5,2	-1.691,4
EEUU	4.259,3	3,6	6,8	5.955,6	3,9	4,2	-1.696,2
Canadá	585,9	0,5	14,7	581,1	0,4	16,7	4,8
AMÉRICA LATINA	6.262,8	5,3	28,8	7.909,4	5,1	27,9	-1.646,6
Argentina	510,5	0,4	29,9	964,5	0,6	9,7	-454,0
Brasil	1.372,3	1,2	66,6	2.031,4	1,3	29,8	-659,2
México	1.808,4	1,5	12,8	1.929,4	1,3	64,2	-121,0
RESTO DE AMÉRICA	149,8	0,1	-14,1	1.206,7	0,8	65,7	-1.056,9
ASIA	9.210,7	7,7	30,8	30.065,9	19,5	29,0	-20.855,2
Japón	932,5	0,8	22,4	2.323,8	1,5	19,3	-1.391,3
China	1.682,9	1,4	37,2	12.085,5	7,8	31,2	-10.402,6
Hong-Kong	457,2	0,4	39,8	186,2	0,1	-5,6	271,0
Corea del Sur	487,6	0,4	23,8	1.141,1	0,7	-7,4	-653,5
India	767,4	0,6	43,1	1.670,6	1,1	39,5	-903,2
Oriente Medio	3.164,6	2,7	19,5	7.215,9	4,7	51,0	-4.051,3
ÁFRICA	6.818,8	5,7	9,6	13.481,1	8,8	23,9	-6.662,3
Marruecos	2.252,5	1,9	12,4	1.817,6	1,2	16,7	434,9
Argelia	1.336,1	1,1	-11,8	3.012,0	2,0	14,8	-1.676,0
Nigeria	152,3	0,1	0,6	2.382,6	1,5	39,8	-2.230,2
Sudáfrica	539,7	0,5	61,6	590,9	0,4	1,0	-51,3
OCEANÍA	873,1	0,7	46,2	546,3	0,4	24,1	326,8
SIN DETERMINAR	2.480,2	2,1	19,1	16,1	0,0	1.241,7	2.464,1
TOTAL MUNDIAL	119.023,3	100,0	17,0	154.014,6	100,0	15,2	-34.991,4
Pro memoria:							
TOTAL NO UE	38.686,1	32,5	22,4	69.396,7	45,1	23,6	-30.710,5
TOTAL NO ZONA EURO	53.033,8	44,6	20,5	86.015,7	55,8	24,5	-32.981,9
OCDE	92.897,4	78,0	15,5	100.688,6	65,4	9,2	-7.791,2
NAFTA	6.653,6	5,6	9,1	8.466,1	5,5	14,6	-1.812,5
MERCOSUR	1.998,5	1,7	55,7	3.218,6	2,1	26,3	-1.220,1
OPEP	4.200,8	3,5	2,8	15.616,6	10,1	37,1	-11.415,8

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



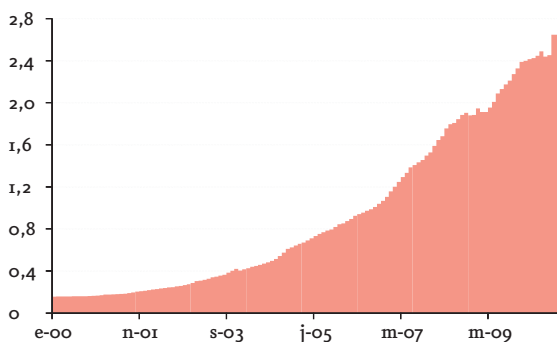
«Es verdad que esa tutela que las autoridades chinas mantienen sobre el tipo de cambio de su moneda no favorece las cosas»

Insinuaciones proteccionistas

Siempre han existido tensiones en las relaciones comerciales entre las naciones. Las probabilidades de que esas tensiones se intensifiquen aumentan si los Gobiernos asumen como prioridad básica la recuperación de sus economías. La cosa es más seria si esa recuperación es de la más severa crisis económica en muchas décadas, la más destructora de empleo.

En ese contexto se enmarcan las declaraciones y las acciones que algunas autoridades han efectuado en estas últimas semanas y, lo que quizá es más inquietante, el clima que a día de hoy sigue vigente. Lo que empezó siendo un episodio más de reproches a las autoridades chinas por la acotación de la flotación del tipo de cambio del yuan, lleva camino de extenderse entre países y entre vías de represalia, desde poscontroles de cambio hasta el eventual levantamiento clásico de tarifas a las importaciones. Las autoridades de Japón, Tailandia, Brasil y Corea del Sur ya han adoptado decisiones unilaterales que han contribuido al desencuentro reinante.

Reservas de divisas del Banco Central del China
(billones de dólares)



Fuente: Banco Central de China.

Es verdad que esa tutela que las autoridades chinas mantienen sobre el tipo de cambio de su moneda (una flotación en un estrecho margen) no favorece las cosas. Esas acusaciones de manipulación cambiaria derivan de las intervenciones en los mercados de divisas mediante ventas de moneda local cuando la apreciación del yuan roza el límite considerado amenazante para la competitividad internacional de

esa economía. La continuidad en la evolución reciente del superávit comercial (a pesar de que las importaciones también siguen creciendo a tasas alrededor del 20%) y el muy significativo aumento en el volumen de reservas internacionales, que en septiembre alcanzaban 2,65 billones de dólares. Esa inquietante suma no es sólo el resultado del persistente superávit por cuenta corriente de la balanza de pagos china, sino también y, de forma muy destacada, de los flujos de entrada de capital extranjero, en especial de los concretados en todo tipo de inversiones.

Ese renovado apetito de los flujos de capital provenientes de economías avanzadas por activos localizados en mercados emergentes ha motivado el establecimiento en algunas economías de penalizaciones a esos flujos de capital. Se considera que son el resultado de esa búsqueda de rendimientos de la liquidez que los respectivos bancos centrales están inyectando continuamente en las economías avanzadas con el fin de facilitar el descenso de los tipos de interés y, con ello, la recuperación del crecimiento y del empleo. El resultado no pretendido por las autoridades de las economías receptoras es la apreciación de las monedas locales y, por ende, el deterioro de la capacidad competitiva de sus empresas. Japón hace semanas que admitió sus intervenciones en los mercados de cambio con el fin de frenar la apreciación del yen frente a todas las divisas, al tiempo que advertía a las autoridades chinas no sólo de sus hábitos cambiarios, sino de las consecuencias de ese apetito por títulos del tesoro y activos inmobiliarios japoneses.

No hace falta ser muy pesimista para observar con inquietud esos episodios que inevitablemente rememoran aquellas «políticas de empobrecimiento del vecino» que germinaron las tensiones que derivaron en la Segunda Guerra Mundial. Confiamos en que esa revitalización de las pretensiones de gobernación global generadas a través del G-20 encuentre en la cumbre del próximo noviembre hueco para abordar de forma prioritaria estas amenazas ::

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