



**Empresa Global**

Nº 102 (diciembre 2010)

**EDITA**

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

**DIRECTOR** Javier Paredes

**COORDINACIÓN DE REDACCIÓN** Esther Aragón

**COLABORAN EN ESTE NÚMERO**

Yolanda Antón, Miguel Arregui, Sara Baliña, Ignacio Blasco, David Cano, Santiago Fernández de Lis, María Fernández García, Virginia González, Pablo Guijarro, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Elisa Lafuente, Matías Lamas, Álvaro Lissón, Verónica López Sabater, Álvaro Martín Enríquez, Emilio Ontiveros, Esther Rodríguez Fernández, Javier Santiso, Alberto Vázquez Sariego.

**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**

# La economía española, en la encrucijada

**N**oviembre ha sido un mes complicado para la economía española. Los mercados de bonos soberanos han vuelto a experimentar notables tensiones y la prima de riesgo de la deuda española sobre la alemana volvió a alcanzar nuevos máximos. Tras el episodio de mayo pasado, que tuvo como detonante la crisis griega, España había recuperado la confianza de los inversores gracias a una serie de medidas: la publicación de las pruebas de estrés de los bancos españoles, en las que quedó de manifiesto la mayor transparencia de éstos en comparación con otros países europeos; la aceleración del proceso de reestructuración del sector de cajas de ahorros, con numerosos procesos de concentración y recapitalización con los fondos del FROB; la aceleración de las medidas de ajuste fiscal, ratificadas por la cifras favorables de ejecución presupuestaria del Estado en los meses siguientes, y el avance en la implementación de la reformas estructurales, en particular en el ámbito de la reforma laboral y de las pensiones, si bien es cierto que con carácter sólo parcial.

Esta confianza, duramente ganada, se ha vuelto a perder como resultado, primero, del efecto desestabilizador del acuerdo franco-alemán (más tarde ratificado por el Eurogrupo) de que, en el futuro, el sector privado debería soportar una parte del esfuerzo de rescate de los países en dificultades y, segundo, con el deterioro de la situación en Irlanda, cuyos bancos arrastraron al Gobierno, que se vio obligado a solicitar la ayuda del Fondo Europeo de Estabilización Financiera.

En este contexto, las perspectivas de la economía española para el año que viene se encuentran, a principios de diciembre, en el momento de escribir estas líneas, sometidas a una especial incertidumbre. Las previsiones de Afi para 2011 apuntan a un crecimiento muy moderado de la actividad, del orden del 0,6% en términos de PIB, que sería el resultado de una caída adicional de la demanda nacional (especialmente concentrada en el componente de inversión) y una aportación de la demanda externa de en torno a un punto, similar a la de 2010, pero una composición menos favorable, ya que crecerían menos tanto las exportaciones como las importaciones. La tasa de paro no se corregiría y la inflación se mantendría en niveles muy moderados.

Se hace necesario, en esta coyuntura adversa, impulsar las reformas estructurales que deben sentar las bases de una recuperación del crecimiento potencial; acelerar el saneamiento del sistema financiero, para que fluya de nuevo el crédito hacia las empresas, y perseverar en la disciplina fiscal, de manera que se detenga la peligrosa deriva de las cuentas públicas. Estas líneas de actuación son necesarias no sólo para recuperar la confianza de los mercados (que son, al fin y al cabo, los que tienen que refinanciar nuestra cuantiosa deuda exterior), sino también, incluso en mayor medida, para restaurar los equilibrios básicos de la economía e impulsar un crecimiento vigoroso. De ello depende una salida rápida de la crisis ::

INFORME PAÍS

**Brasil, motor de la recuperación en América Latina**

Brasil se configura como una de las economías líderes de la recuperación desde el inicio de la crisis. La fortaleza de los fundamentos estructurales de la economía ha resultado clave: mercado laboral dinámico, fuerte crecimiento para los próximos años, sistema financiero sólido y cuentas públicas saneadas.

Pag. 4

TEMA DEL MES

**Perspectivas económicas para 2011: incertidumbre y discriminación**

Unas nuevas jornadas y un escenario para gestionar tanto o más complicado que el de las anteriores. Con los mercados en zona de máximo estrés y en ausencia de un catalizador que contenga el castigo, alertamos de los riesgos para el crecimiento que se derivan de un entorno financiero muy complicado como el actual.

Pag. 12

OBSERVATORIO EXTERIOR

**Estonia: un nuevo miembro del club del euro**

Tras tan sólo siete años de su incorporación a la UE, Estonia ha conseguido cumplir con los criterios de convergencia, lo que posibilita a la más pequeña de las tres repúblicas bálticas a integrarse en la Unión Económica y Monetaria el próximo 1 de enero de 2011.

Pag. 17

ESTRATEGIA GLOBAL

**No hay marcha atrás**  
MAURO GUILLÉN

Pag. 31



**El entorno de negocios en 2011**

El Banco Mundial acaba de publicar su informe Doing Business 2011, que mide el clima empresarial del mundo. La última edición del mencionado informe relega a España al puesto cuadragésimo octavo, uno por debajo del ocupado el año anterior.

Pag. 21

**América Latina y Asia**

Las relaciones entre América Latina y Asia están cambiando drásticamente. China está tomando el pulso a Japón como el principal actor en la región. Las relaciones comerciales entre Latinoamérica y China se centran en las materias primas principalmente. Respecto a las inversiones extranjeras, Japón y China apuntan a los recursos naturales para abastecer sus economías.

Pag. 25

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

**Incoterms 2010: una realidad**

Después de una década de aplicación de los Incoterms 2000, el pasado mes de julio, la Cámara de Comercio Internacional aprobó los nuevos cambios en los tan conocidos términos de comercio internacional, cuya versión pasará a ser Incoterms 2010 y que entrará en vigor el próximo 1 de enero de 2011.

Pag. 28

FINANZAS PERSONALES

**Prueba de estrés para los «hedge funds»**

Durante los tres primeros trimestres del año, hemos asistido a una importante prueba de estrés que se ha saldado de forma positiva por parte de los *hedge funds*, reforzando si cabe aún más los beneficios de diversificación de este *asset class* y su capacidad de adaptación a un entorno de mercado especialmente difícil a raíz de las dudas instauradas entre los inversores acerca de la recuperación económica global y la crisis soberana de los países periféricos del área euro entre otros.

Pag. 33

RIESGO DE CAMBIO

**El riesgo soberano otra vez a escena**

La tensión desatada por el rescate a Irlanda y el traslado de la presión al resto de emisores soberanos del área euro ha sido el factor que ha presidido el comportamiento del mercado de divisas, dejando en un segundo plano la política monetaria heterodoxa de la Reserva Federal.

Pag. 36

EMERGENTES

**Tensionamiento monetario en Asia: ¿hasta cuándo?**

Las divergencias en la dirección de la política monetaria han conducido a las divisas asiáticas a apreciarse con cierta intensidad frente al dólar, provocando intervenciones en el mercado de divisas y la introducción de controles a la entrada de capitales.

Pag. 38

CUADRO DE MANDO FINANCIERO

**El castigo periférico se traslada a los mercados de crédito privado**

La reprecación del riesgo soberano ha sido el eje sobre el que se ha fundamentado el encarecimiento de la deuda pública del Estado desde finales de octubre.

Pag. 41

MERCADOS FINANCIEROS

**Nuevos capítulos**

DAVID CANO

Pag. 40



ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

**La participación del sector privado en los paquetes de rescate**

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS

Pag. 43



GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

**La formación: una prioridad básica en tiempos de crisis**

La consultora Adecco Training acaba de hacer pública una encuesta de coyuntura realizada a cerca de 600 directores de RRHH y formación de la que se extraen importantes conclusiones en relación con la formación en las empresas tras más de dos años de crisis. Entre muchas de sus conclusiones, merece la pena destacar que, en contra de lo que en un primer momento se podía pensar, los presupuestos de formación no parecen haberse visto muy recortados.

Pag. 44

EMPRESA, TECNOLOGÍA E INTERNET

**El negocio editorial en la era de internet**

La distribución de contenidos en formato digital está forzando una redefinición de los modelos de negocio tradicionales de discográficas, productoras y editoriales. En el caso de la publicación de libros, la catarsis parece haberse acelerado debido a la rápida adopción de tabletas y lectores de libros electrónicos (*e-books*), cuyos usuarios están ávidos de títulos.

Pag. 46

GESTIÓN EMPRESARIAL

**«Project finance» y contabilidad de coberturas: el test de eficacia**

El desarrollo de la financiación de *project finance* relacionada, entre otros, con la construcción de autopistas, las infraestructuras de gas, las plantas de gestión de residuos o la industria petroquímica ha ido de la mano de la necesidad de contratar coberturas de tipos de interés o de cambio, con implicaciones en el ámbito de contabilidad de coberturas y test de eficacia.

Pag. 47

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

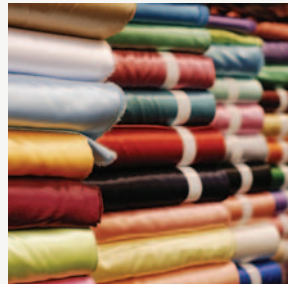
**Notificaciones electrónicas obligatorias con Hacienda**

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

Recensiones de la actualidad editorial y de las novedades publicadas en la red en formato electrónico.

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

**Somos periféricos, pero no iguales (I)**

Las comparaciones siempre son odiosas y más cuando lo que está en juego es poner sobre la mesa un conjunto de debilidades estructurales compartidas por un grupo de economías entre las que se encuentran un par que se han visto avocadas a recurrir a programas de rescate soberano, una vez el mercado las ha puesto contra las cuerdas, limitando su acceso a la financiación o encareciéndola tanto hasta convertirla en punitiva.

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

Datos actualizados macroeconómicos, financieros, bursátiles y de comercio exterior.

Pag. 60

HOMO OECOMICUS

**Repensar las Administraciones públicas**

JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 51



PASEO GLOBAL

**Señales proteccionistas**

EMILIO ONTIVEROS

Pag. 64







[iStockphoto]/Thinkstock.

Vista aérea de Río de Janeiro, Ipanema y Leblon

# Brasil, motor de la recuperación en América Latina

Brasil se configura como una de las economías líderes de la recuperación desde el inicio de la crisis. En este contexto, la fortaleza de los fundamentos estructurales de la economía ha resultado clave: un mercado laboral dinámico, fuertes expectativas de crecimiento para los próximos años, un sistema financiero sólido y cuentas públicas saneadas son las recetas del éxito económico brasileño.

Matías Lamas y Elisa Lafuente

## COYUNTURA ECONÓMICA DEL PAÍS

A finales de 2009, la actividad en Brasil había recuperado todo el terreno perdido en los trimestres de contracción (cuarto trimestre de 2008 y primero de 2009), por lo que se configura como una de las economías líderes de la recuperación de la crisis, y, desde entonces, ha encadenado registros compatibles con la expansión de los años anteriores al deterioro de la actividad en las principales economías mundiales.

La clave de la recuperación en Brasil hay que buscarla en la fortaleza de sus fundamentos estructurales. En primer lugar, el sólido comportamiento de la demanda interna durante los últimos trimestres, con la fuerte reactivación del consumo como elemento más característico. Dicha reactivación se explica, a su vez, por unas bases del consumo que apenas se han debilitado con la crisis: la tasa de paro se encuentra en niveles mínimos de la última década (6,2%); la confianza de consumidores y empresarios se sitúa en máximos de los últimos años, tanto en los componentes de situación actual como en los de expectati-

vas para los próximos meses, y el crecimiento del crédito al sector privado se mantiene en tasas de dos dígitos en términos interanuales (19,6% en septiembre).

El segundo factor en el que se basa la fortaleza estructural de la economía se refiere a la resistencia mostrada por el sistema financiero a las turbulencias financieras con origen en EEUU, elemento en el que ha resultado clave el entorno regulatorio del Banco Central brasileño durante la última década, que ha promovido una gestión prudente del riesgo entre las distintas instituciones financieras del país.

Otro de los elementos destacable en Brasil es el saneamiento de las cuentas públicas, reflejo del esfuerzo de las autoridades del país por contener el déficit de las Administraciones públicas (2,8% del PIB en junio de este año, frente a niveles del 4,0% a finales de 2006). La consecución, además, de superávits crecientes (con la excepción de los años 2008 y 2009, marcados por la crisis internacional), junto con la paulatina reducción de las ratios de deuda pública sobre PIB (41% en

**NOMBRE OFICIAL:**  
República Federal de Brasil



**SUPERFICIE:** 8.514.877 km<sup>2</sup>.

**CAPITAL:** Brasilia.

**OTRAS CIUDADES:** São Paulo, Rio de Janeiro, Porto Alegre, Boa Vista.

**SITUACIÓN GEOGRÁFICA:** sudeste de América, bañado por el océano Atlántico al este y limitando entre otros con Venezuela, Colombia, Perú, Bolivia, Paraguay, Argentina y Uruguay.

**CLIMA:** tropical en su mayoría y templado en el sur.

**POBLACIÓN:** 201.103.330 (est. 2010).

**TASA CRECIM. POBLACIÓN:** 1,1667% (est. 2010).

**ESPERANZA DE VIDA:** 72,26.

**GRUPOS ÉTNICOS:** 54% raza blanca, 39% mulatos y 6% raza negra.

**IDIOMAS:** el portugués es la lengua oficial, aunque también se habla español y otras lenguas como alemán, italiano, japonés o inglés en algunas zonas.

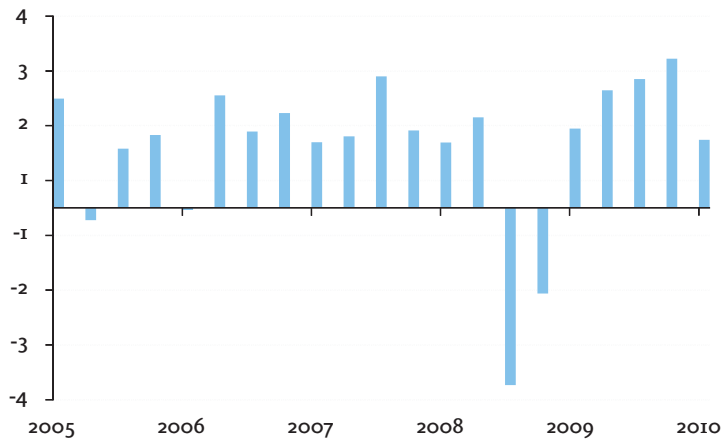
**MONEDA:** real brasileño (BRL).

**SISTEMA POLÍTICO:** república federal.

Fuente: World Factbook.

## PIB en Brasil

(tasa trimestral, %)



Fuente: elaboración propia a partir de Ecowin.

septiembre), han resultado claves para cimentar el éxito de la economía brasileña en los últimos tiempos.

Por último, el hecho de que el sector exterior brasileño presente una de las tasas de apertura más reducidas del continente (apenas alcanza el 22% del PIB) ha terminado por configurarse como una ventaja para sortear una crisis a nivel internacional, que, entre otros aspectos, se ha caracterizado por una acusada caída de los flujos comerciales internacionales. La diversificación del sector exterior brasileño hacia áreas más dinámicas (China ha desplazado a EEUU como principal socio comercial del país, mientras que el este asiático cobra cada vez una

mayor trascendencia como destino de las ventas al exterior de productos brasileños) se erige asimismo como un elemento de vital importancia para impulsar el crecimiento de las exportaciones y, por ende, de la economía en los próximos años.

### La clave de la recuperación brasileña hay que buscarla en la fortaleza de los fundamentos estructurales de la economía

En este contexto, uno de los principales focos de riesgo para el outlook económico del país se sitúa en la evolución de los precios. Y es que, aunque la inflación se encuentra contenida dentro de las bandas objetivo del Banco Central, los últimos meses han estado mar-

cados por una fuerte tendencia al alza en los precios (la inflación ha pasado del 4,5% en agosto hasta niveles del 5,2% en octubre), con la evolución de los componentes más volátiles del índice de precios (sobre todo, los alimentos) como principal factor explicativo.

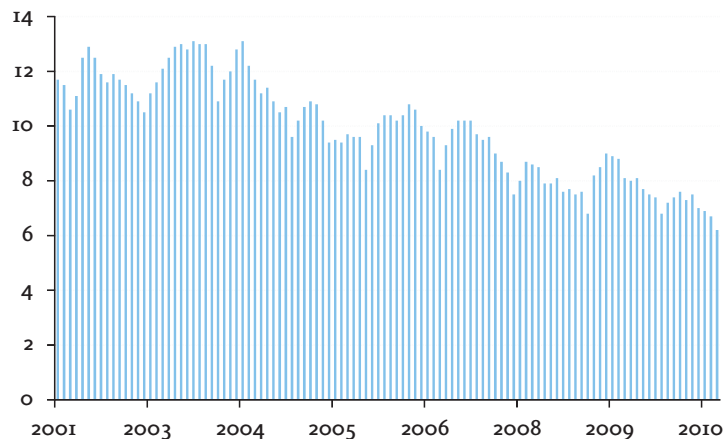
En los próximos meses, la inflación podría llegar a instalarse en cotas más altas, teniendo en cuenta la «pasividad» con la que está reaccionando el Banco Central a la hora de controlar la inflación. Y es que la tasa de política monetaria de referencia SELIC se mantiene sin cambios desde julio (10,75%). La incertidumbre existente a nivel global y la fuerte revalorización del real frente al dólar en los mercados de divisas (cotiza en niveles cercanos a 1,70 reales/dólares, mínimos de los últimos años) son factores que apoyan el mantenimiento de los tipos oficiales en los niveles actuales a corto plazo.

### ELECCIONES

Las elecciones presidenciales celebradas el pasado mes de octubre suponen, con la llegada de Dilma Rousseff, el fin relativo de la «era Lula», ya que ésta ha sido su candidata como representante del Partido de los Trabajadores. La ex guerrillera se convertirá el 1 de enero de 2011 en la primera presidenta de Brasil. No será, sin embargo, la primera en

## Tasa de paro en Brasil

(%)



Fuente: elaboración propia a partir de Ecowin.



[iStockphoto/Thinkstock]



Latinoamérica, y es coetánea de Cristina Fernández, en Argentina, y Laura Chinchilla, en Costa Rica.

La victoria del Partido de los Trabajadores frente al Partido de la Socialdemocracia de Brasil (PSDB), encabezado por José Serra, no sorprendió, aunque fue necesaria una segunda vuelta, ya que las encuestas apuntaban a que la sucesora de Luiz Inácio Lula da Silva sería la nueva presidenta del país. La figura de Lula, sin duda, seguirá presente por haber sido un gran líder para Brasil. Tal es su influencia a nivel internacional que el pasado mayo fue considerado por la revista *Time* como «hombre del año 2009».

### La diversificación del sector exterior brasileño hacia áreas más dinámicas (Asia, sobre todo) es el factor clave en el crecimiento de las exportaciones

Roussef se enfrentará a diversos retos, entre los que persiste la lucha contra la pobreza, una precaria situación económica a nivel mundial, que, en sus últimos episodios, ha generado una guerra de competitividad exterior o «guerra de divisas», y la preparación del país para el mundial de fútbol de 2014 y las olimpiadas de 2016.

#### BRASIL EN EL MUNDO

El gigante sudamericano constituye el primer país de Latinoamérica en superficie y el quinto en todo el mundo, la misma posición que ocupa a nivel de población, con 201 millones de habitantes. En términos de PIB, ocupa el décimo puesto en el ranking global (dos billones de dólares), con una renta per cápita cercana a los 10.000 dólares. No obstante lo anterior, no podemos considerar este último dato del todo representativo, ya que nos encontramos con una gran desigualdad entre clases sociales, encontrándose un 26% de la población en 2008 por debajo del umbral de pobreza.

Esta dualidad entre clases ha hecho que, en ocasiones, se denomine a Brasil con el término «Belindia», debido a que conjuga niveles de desarrollo típicos de Bélgica con tasas de pobreza propias de India. Roussef no partirá de cero en la lucha por reducir estas enormes desigualdades, ya que su predecesor emprendió en su momento iniciativas como la denominada «bolsa familia», un programa antipobreza sin precedentes a nivel mundial por el que se otorgaba a las familias con ingresos mensuales por debajo de 140 reales y con niños escolarizados una cantidad de dinero al mes (22 reales) destinada a la compra de ali-

mentos básicos. Hasta el momento, más de 12 millones de familias han podido beneficiarse de esta ayuda.

Los niveles de desarrollo económico y ritmo de crecimiento de Brasil son propios de países emergentes y, dada la especial similitud con Rusia, India y China, se denominó a los cuatro con el acrónimo BRIC. Este nombre fue usado por primera vez en 2001, aunque hoy en día se cuestionan estas similitudes: hay quien ya los denomina BIC, argumentando que Rusia es un país menos atractivo para los inversores debido a que sus mercados experimentan grandes volatilidades.

#### 15 PRIMEROS CAPÍTULO EXPORTADOS A BRASIL DESDE ESPAÑA EN 2009

| Cap. | Productos                               | Miles euros  | % Total |
|------|---|--------------|---------|
| 84   | Máquinas y aparatos mecánicos           | 177.611,98   | 13,20   |
| 88   | Aeronaves; vehículos espaciales         | 147.336,84   | 10,95   |
| 87   | Vehículos automóviles; tractores        | 124.254,45   | 9,24    |
| 29   | Productos químicos orgánicos            | 78.485,97    | 5,83    |
| 85   | Aparatos y material eléctricos          | 70.459,30    | 5,24    |
| 30   | Productos farmacéuticos                 | 62.387,50    | 4,64    |
| 27   | Combustibles, aceites minerales         | 56.714,73    | 4,22    |
| 99   | Conjunto de otros productos             | 54.760,99    | 4,07    |
| 31   | Abonos                                  | 52.742,39    | 3,92    |
| 28   | Productos químicos inorgánicos          | 48.790,71    | 3,63    |
| 73   | Manufacturas de fundición, hierro/acero | 48.551,56    | 3,61    |
| 39   | Materias plásticas; sus manufacturas    | 46.194,99    | 3,43    |
| 86   | Vehículos, materiales ferroviarios      | 34.590,11    | 2,57    |
| 15   | Grasas, aceite animal o vegetal         | 31.952,42    | 2,37    |
| 72   | Fundición, hierro y acero               | 31.146,11    | 2,32    |
|      | Subtotal                                | 1.065.980,03 | 79,23   |
|      | Total productos exportados a Brasil     | 1.345.371,63 | 100,00  |

Fuente: ESTACOM.

#### 15 PRIMEROS CAPÍTULO IMPORTADOS POR ESPAÑA DE BRASIL EN 2009

| Cap. | Productos                                  | Miles euros  | % Total |
|------|--|--------------|---------|
| 12   | Semillas oleaginosas; plantas industriales | 721.907,89   | 31,77   |
| 26   | Minerales, escorias y cenizas              | 342.134,96   | 15,06   |
| 23   | Residuos industria alimentaria             | 160.571,45   | 7,07    |
| 72   | Fundición, hierro y acero                  | 104.198,76   | 4,59    |
| 9    | Café, té, yerba mate y especias            | 103.719,58   | 4,56    |
| 88   | Aeronaves; vehículos espaciales            | 80.102,99    | 3,53    |
| 27   | Combustibles, aceites minerales            | 65.318,68    | 2,87    |
| 2    | Carne y despojos comestibles               | 62.869,24    | 2,77    |
| 8    | Frutas/frutos sin conservar                | 61.016,93    | 2,69    |
| 39   | Materias plásticas y sus manufacturas      | 45.791,45    | 2,02    |
| 15   | Grasas, aceite animal o vegetal            | 41.100,31    | 1,81    |
| 84   | Máquinas y aparatos mecánicos              | 37.931,89    | 1,67    |
| 64   | Calzado y sus partes                       | 37.779,23    | 1,66    |
| 44   | Madera y sus manufacturas                  | 34.796,27    | 1,53    |
| 10   | Cereales                                   | 31.486,75    | 1,39    |
|      | Subtotal                                   | 1.930.726,39 | 84,97   |
|      | Total de productos importados de Brasil    | 2.272.125,46 | 100,00  |

Fuente: ESTACOM.

## «RATING» RIESGO-PAÍS

### EUROMONEY

|                    | sep-10 | mar-10 | Var. (1) |
|--------------------|--------|--------|----------|
| Brasil             | 69,57  | 58,18  | 11,39    |
| España             | 72,27  | 76,48  | -4,21    |
| Noruega (máx.)     | 93,30  | 94,05  | -0,75    |
| Liberia (mín.) (2) | 32,00  | 19,81  | 12,19    |

(1) Una variación negativa indica una disminución del riesgo

(2) Mínimo según datos de sept. de 2010, sobre un total de 130 economías analizadas

## «RATING» DEUDA SOBERANA

### MOODY'S

NOVIEMBRE 2010

|        | Largo plazo | Corto plazo |
|--------|-------------|-------------|
| Brasil | Baa3        | P-2         |
| España | Aa1         | P-1         |

### S. & P.

NOVIEMBRE 2010

|        | Largo plazo | Corto plazo |
|--------|-------------|-------------|
| Brasil | BBB+        | A-3         |
| 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

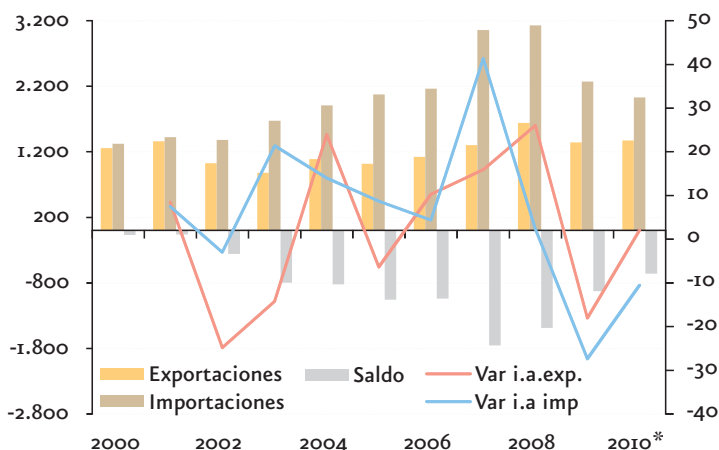
AAA, AA(+,-), A(+,-), BBB(+,-), BB(+,-), B(+,-), CCC(+,-), CC, C, "NR": not publicly rated

Otros datos reflejan la importancia de los BRIC a nivel global: el PIB del conjunto supuso el pasado año el 15% del agregado mundial y el nivel de reservas de divisas en su posesión alcanzó el 42%, con el 26% en manos del gigante asiático ese mismo año.

No es, por tanto, de extrañar que, vistos estos datos, desde 2009, los BRIC vengán reclamando de forma organizada un mayor peso en la toma de decisiones y en los organismos financieros internacionales, resultado de lo cual, el pasado mes de octubre en Corea del Sur, los Ministros de Finanzas del G-20 tomaron la decisión histórica de dotar a los emergentes de

## Balanza comercial hispano brasileña

(Millones de euros)



Fuente: elaboración propia a partir de Datacomex.

un mayor peso en el FMI, con un 6% más de votos, siendo esta decisión efectiva en 2012. Tras esta reforma, China será el tercer país con mayor porcentaje de votos, sólo por detrás de EEUU y Japón. Asimismo, habrá cambios en el Consejo de Administración, formado por 24 miembros, en el que Europa perderá dos asientos, que irán a parar a los emergentes.

Con todo esto, a partir del año 2011, comenzará una nueva legislatura política, que se presenta con optimismo en Brasil y que su nuevo líder afrontará con entusiasmo y lucha por los mencionados retos.

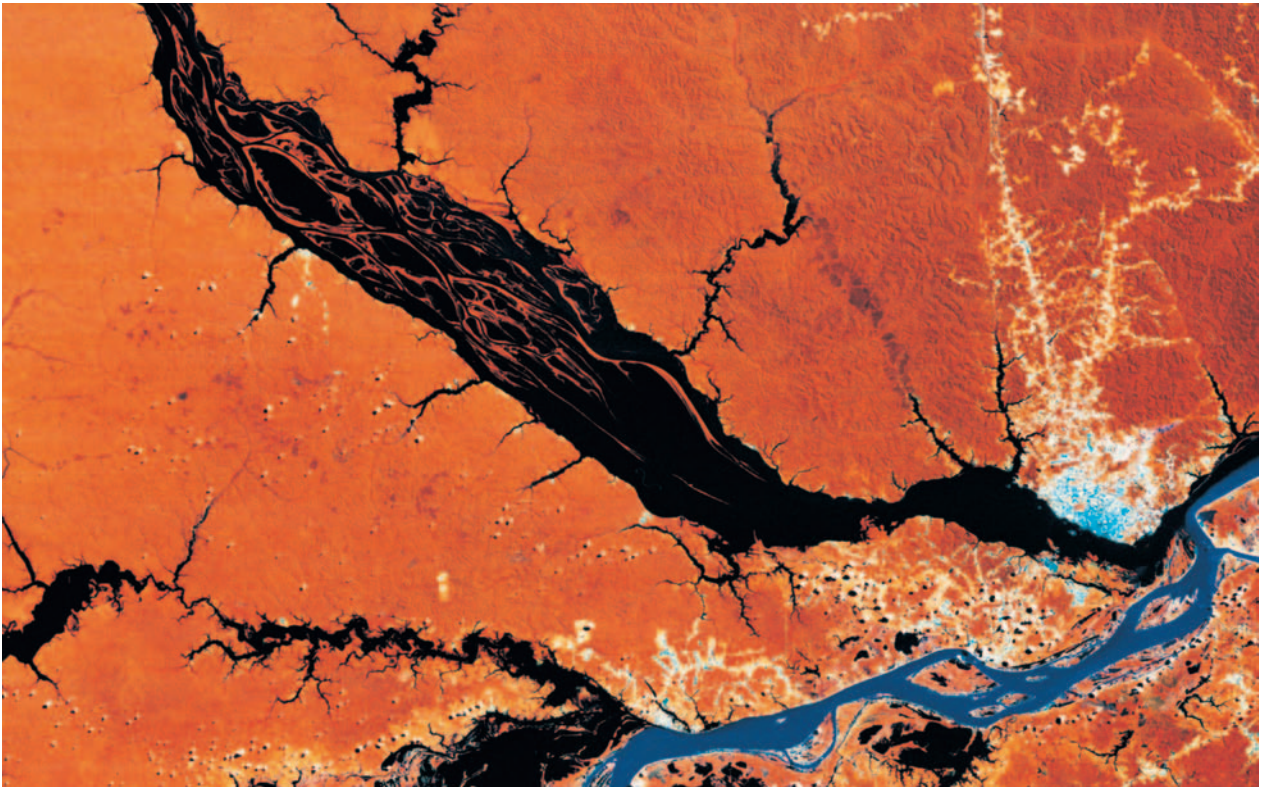
## RELACIONES BILATERALES

La economía de Brasil presentó en 2009 una ratio de apertura del 22%, lo que la situó en el puesto 100 de un ranking de 183 países elaborado por el Banco Mundial. Brasil es, como se ha señalado antes, una de las economías más cerradas de la región y del mundo. En su segunda legislatura, Lula da Silva se propuso mejorar esta situación potenciando sobre todo las relaciones comerciales con el Mercosur. Fuera de este grupo, junto a Argentina, China y EEUU siguen siendo los principales so-



Mercado del puerto, Salvador de Bahía.





[Digital Vision]/Thinkstock

Unión del río Negro y el Río Solimoes para formar el río Amazonas, Brasil

cios comerciales del país. Por otro lado, los principales suministradores de bienes de capital son la Unión Europea, Japón y Estados Unidos.

La balanza comercial entre España y Brasil ha presentado durante los últimos 10 años un saldo negativo para nuestro país, muy poco significativo a comienzos de década, pero que alcanzó máximos en 2007, año en el que se superaron los 1.700 millones de euros de déficit para España. Desde entonces, ha ido disminuyendo esta cifra, al haberse reducido en 2009 las importaciones en un 27% con respecto a 2008, mientras que las exportaciones en ese período sufrieron un menor descenso, del 18%.

### La llegada de Dilma Rousseff al poder garantiza la continuidad de la política económica de Lula da Silva

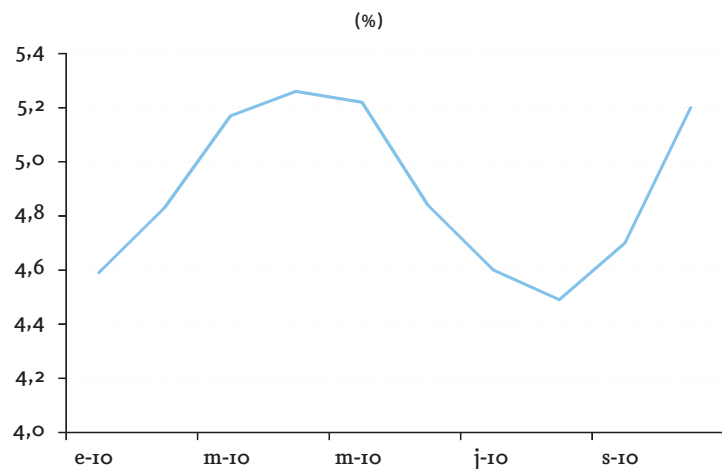
Las relaciones España-Brasil han ido forjándose desde 1998 con especial interés gracias al gran volumen de inversión española en el país. Fruto de ello fue la firma en

2003 del Plan de Asociación Estratégica Brasil-España, con el objetivo de fortalecer las relaciones económicas y comerciales entre ambos países.

Brasil, como gran potencia emergente que es, presenta diferentes oportunidades de negocio que podrían ser interesantes para las empresas españolas. Los eventos deportivos para los que Brasil

será sede -copa del mundo de fútbol en 2014 y juegos olímpicos de Río en 2016- traen consigo la necesidad de realizar fuertes inversiones en infraestructuras, a pesar de que, aproximadamente, un 50% de las obras previstas ya han finalizado. La realidad, sin embargo, es que las empresas brasileñas no cuentan con toda la experiencia ni financiación necesaria para

### Inflación en Brasil



Fuente: elaboración propia a partir de Ecwin.

abordar la magnitud de tal esfuerzo inversor. Brasil no sólo necesitará infraestructuras propiamente deportivas, como estadios o pabellones deportivos, sino también mejoras en aeropuertos, carreteras, hoteles, transportes, seguridad, entre otros. Uno de los proyectos que cabe destacar es el tren de alta velocidad que unirá Sao Paulo con Rio de Janeiro (para el que ya está abierto el plazo de presentación de ofertas) y en el que se destinarán alrededor de 17.000 millones de dólares.

El Gobierno destinará a estas y otras inversiones en torno a 800.000 millones de dólares a través del PAC-2, el renovado Programa de Aceleración del Crecimiento, para inversión en infraestructuras hasta 2014. El PAC-2 es la ampliación de un primer programa de grandes inversiones (650.000 millones de reales) que se presentó en 2007 para infraestructuras, medio ambiente y energía principalmente.

En los últimos años, la inversión española en Brasil se ha centrado, sobre todo, en el sector de la construcción, servicios financieros, pensiones y seguros. Dentro del sector financiero, destaca

#### LOS CONTROLES DE CAPITAL RECOBRAN PROTAGONISMO

La debilidad del dólar en un contexto de intensificación de las estrategias de *quantitative easing* por parte de la Reserva Federal se ha configurado como el detonante último de las intervenciones de las autoridades emergentes en los mercados de divisas para frenar la apreciación de sus monedas.

En el caso de Brasil, la articulación de estas intervenciones se ha realizado no sólo a través de la compra directa de dólares en el mercado, sino también a partir de la implantación de medidas tendentes a mitigar las entradas de flujos de capital en la economía (controles de capital). La más importante, la subida en noviembre del tipo impositivo del impuesto sobre operaciones financieras, que grava las entradas de flujos no clasificadas como inversión extranjera directa, hasta el 6% para las inversiones extranjeras en renta fija (el tipo aplicable antes de esta subida se situaba en el 2%).

Por el momento, este activismo de las autoridades brasileñas está dando sus frutos. En el último mes, la cotización del real frente al dólar se ha mantenido estable por encima de 1,70 reales/dólares, nivel que el Gobierno y el Banco Central consideran adecuado para no comprometer el crecimiento del sector exterior durante los próximos trimestres.

Aproximaciones por debajo de esta cota podrían, sin embargo, conducir a la implantación de más medidas relativas al control de las entradas de capital en la economía. En todo caso, conviene señalar que, en un horizonte a medio y largo plazo, son las variables «fundamentales» las que determinan la dirección de los tipos de cambio, razón por la que la efectividad de los controles de capital podría quedar constreñida esencialmente al más corto plazo.

el Banco Santander, entidad para la que, tras España y Reino Unido, Brasil constituye su mercado más importante. Otras empresas españolas como Acciona, Telefónica o Mapfre también disponen de un importante mercado en el gigante sudamericano y son algunas de las que podrán aprovechar de primera mano las oportunidades mencionadas anteriormente.

Con todo, Brasil constituye una economía que, no habiendo sufrido un desgaste importante durante la crisis, presenta un gran potencial, de rápida recuperación y crecimiento, basado, como hemos visto, en sus fortalezas estructurales, en la que nuestras empresas pueden encontrar mayores oportunidades de negocio y seguir fortaleciendo su presencia en el país ::



Arcos de Lapa, Río de Janeiro.

[iStockphoto//Thinkstock.

# Perspectivas económicas para 2011: incertidumbre y discriminación

Unas nuevas jornadas y un escenario para gestionar tanto o más complicado que el de las anteriores. Con los mercados en zona de máximo estrés y en ausencia de un catalizador que contenga el castigo, alertamos de los riesgos para el crecimiento que se derivan de un entorno financiero muy complicado como el actual y establecemos una guía de *asset class* que permitan captar valor sin comprometer en exceso patrimonio.

Departamento de Análisis de Afi



[Hemera]/Thinkstock.



## ENTORNO GLOBAL: DIVERGENCIAS EN EL PATRÓN DE RECUPERACIÓN

Tras un inicio de año relativamente bueno para las cifras de crecimiento en las principales economías desarrolladas, al término del segundo trimestre, surgieron las primeras señales de agotamiento en la senda de recuperación y se comenzó a gestar la que sería la primera oleada de riesgo soberano que puso en cuestión la viabilidad del área euro tal y como estaba concebida. Con la crisis griega, quedaron, si cabe, más patentes las divergencias en el patrón de salida de la crisis en Europa: en un frente, se sitúan Alemania y Francia, con bases de crecimiento sólidas y una menor acumulación de focos de inestabilidad estructural, y, en otro, las denominadas «economías periféricas», que, a sus problemas de competitividad y dependencia de financiación exterior, se le unen fuertes desequilibrios en las finanzas públicas que elevan los riesgos de insostenibilidad de su deuda a medio plazo. En EEUU, la ausencia de tracción en la demanda interna y la recaída del mercado inmobiliario en los meses estivales volvió a poner en tela de juicio la capacidad de crecimiento autónomo de su economía, en ausencia de programas de estímulo.

### Detrás de un crecimiento de la economía mundial próximo al 4% en 2011, subyace un crecimiento en economías desarrolladas de un 2%, frente al 6,5% de las emergentes

La reacción de las autoridades en uno y otro caso varió de forma relevante: frente al mensaje neutral del BCE y su perseverancia en la necesidad de avanzar en la estrategia de salida para mantener ancladas las expectativas de inflación, la Reserva Federal dio un paso adelante al reforzar su heterodoxia monetaria mediante una nueva ronda de compra de activos (más base monetaria) al barajar un esquema de riesgos claramente sesgado a la deflación. En el ám-

bito fiscal, la pauta de actuación también difirió de forma relevante. En Europa, las economías periféricas se vieron abocadas a planes de consolidación fiscal con los que intentar dotar de confianza al mercado y las economías núcleo implantaron la misma tónica aun cuando la urgencia de saneamiento es, a día de hoy, sustancialmente inferior. Por el contrario, en EEUU, el Gobierno consolida el mensaje de la Reserva Federal al no mencionar predisposición alguna a adoptar políticas de gasto restrictivas.

En este contexto, es la laxitud de la política monetaria estadounidense y sus implicaciones sobre la cotización del dólar frente a sus principales cruces lo que sitúa en el centro de atención la generalización de prácticas de controles de capitales por parte de economías emergentes. La apreciación de sus divisas y, sobre todo, la afluencia de flujos de capital en busca de mayores cotas de rentabilidad reabre la posibilidad de una «guerra cambiaria» encubierta que dañe, si cabe más, la velocidad de recuperación mundial vía corrección del comercio, hasta el momento, liderada por el bloque emergente.

No es baladí que detrás de un crecimiento anual próximo al 4% previsto para la economía mundial en 2011 subyace un crecimiento en economías desarrolladas tan sólo del 2%, frente al 6,5% barajado para las emergentes. Ello significa que, de aquí a 2013, las economías emergentes pueden llegar a contribuir en un 60% al PIB mundial, sintomático de la mayor capacidad de resistencia que han mostrado a la hora de sortear la crisis actual, sin menoscabo de que se empiecen a percibir ciertos signos de agotamiento-desaceleración en economías claves como la china.

Hasta que no asistamos a la confirmación de que los riesgos de recaída están superados y la crisis soberana en Europa no deriva en una crisis institucional de mayor dimensión, difícilmente se producirá un cambio de tendencia en la política de tipos de inter-

#### MATRIZ DE RIESGOS PARA ECONOMÍAS PERIFÉRICAS DEL ÁREA EURO SEGÚN VARIABLES ESTRUCTURALES

|   |                             | GRECIA | IRLANDA | PORTUGAL | ESPAÑA | ITALIA |
|---|-----------------------------|--------|---------|----------|--------|--------|
| 1 Crecimiento promedio 2010-13            | Desviación promedio 2000-07 | -5,1   | -4,1    | -0,8     | -2,8   | -0,3   |
| 2 Saldo público                           | %PIB. 2010                  | -9,3   | -11,9   | -7,3     | -9,3   | -5,2   |
| 3 Saldo público primario                  | %PIB. 2009                  | -9,7   | -12,2   | -6,6     | -9,4   | 0,0    |
| 4 Deuda pública                           | %PIB. 2010                  | 124,9  | 83,0    | 85,8     | 63,3   | 118,2  |
| 5 Deuda pública en manos de no residentes | %total. 2010                | 70     | 70      | 86       | 46     | 57     |
| 6 Intereses/ingresos públicos             | %2009                       | 13,5   | 6,2     | 6,9      | 5,2    | 9,9    |
| 7 Vencimientos de deuda pública           | En 2011. %PIB               | 21,7   | 8,9     | 19,2     | 14,1   | 20,6   |
| 8 Deuda externa (aprox.)                  | %PIB. 2009                  | 176    | 1019    | 241      | 174    | 123    |
| 9 Tasa de ahorro nacional                 | %PIB. 2010                  | 7,9    | 11,4    | 7,5      | 17,7   | 16,8   |
| 10 Deuda total (aprox.)                   | %PIB. 2009                  | 500    | 1700    | 600      | 400    | 400    |
| 11 Deuda del sector privado               | %PIB. 2009                  | 385    | 1636    | 523      | 347    | 284    |
| 12 Saldo cuenta corriente                 | %PIB. 2010                  | -10,8  | -2,7    | -10,0    | -5,0   | -2,9   |
| 13 Pérdida competitividad acum.           | 2000-08 (TCER)              | 15     | 30      | 11       | 17     | 10     |
| 14 Posición inversión internacional       | %PIB. 2008                  | -74,9  | -58,4   | -92,3    | -81,0  | -21,5  |
| 15 Tamaño rescate bancario                | %PIB                        | 11,6   | 228,5   | 12,0     | 21,0   | 1,2    |
| 16 Apelación al recurso del BCE           | %PIB. sep-10                | 40,0   | 74,0    | 30,5     | 6,5    | 2,1    |

Fuente: elaboración propia a partir del FMI, CE, AMECO y fuentes nacionales.



En lo que llevamos de 2010 se pueden diferenciar tres fases en la evolución del cruce dólar/euro: la primera se extiende hasta mediados de mayo y vino determinada por la irrupción de la crisis griega; la segunda cubre los meses estivales, cuando la Reserva Federal decide reeditar una nueva etapa en su estrategia de expansión de balances, y, la tercera, que se extiende hasta hoy, está viniendo caracterizada por una segunda oleada de crisis soberana, que ya se ha saldado con el rescate a Irlanda y, por el momento, no tiene visos de remitir.

La debilidad reciente del euro resume a la perfección el grado de tensión en los mercados de deuda y acciones: en última instancia, el mercado no cuestiona la sostenibilidad individual de cada país, sino la del área euro en su conjunto y la divisa es el buque insignia del área monetaria. Mientras no remita el foco soberano, principal desestabilizador a corto plazo, el euro se mantendrá bajo presión. Sólo cuando éste se neutralice, empezarán a ganar peso relativo las divergencias en el enfoque monetario de EEUU y el área euro, el factor determinante de la depreciación del dólar entre agosto y octubre.

vencción. A pesar de su ortodoxia, no prevemos subidas del tipo repo del BCE en el próximo ejercicio; en el caso de la Reserva Federal, no se descarta, incluso, más estímulo no convencional si las medidas sobre la mesa no surten el efecto buscado.

En definitiva: un escenario de

**Una crisis soberana del calado de la actual no sólo restringe la capacidad de financiación del Tesoro, sino que, además, cierra los mercados mayoristas para el sector privado**

recuperación muy gradual en el bloque desarrollado, con disparidades entre principales economías, ausente de presiones inflacionistas y con riesgos a la baja en el plano del crecimiento si persiste el cierre de los mercados de financiación y se agudiza el bloqueo en el canal de transmisión del crédito bancario.

**ECONOMÍA ESPAÑOLA: REEDITANDO EL «CÍRCULO VICIOSO» DE CONTAGIO SOBERANO A ECONOMÍA REAL**

En España, una vez completado el grueso del ajuste en términos de crecimiento y empleo, son los focos de inestabilidad asociados a un contexto de renovadas tensiones en el mercado de deuda pública los que alertan de las dificultades a las que se puede enfrentar nuestra economía en 2011. El mes de octubre ha supuesto un punto de inflexión en este sentido. Hasta entonces, y desde la crisis griega de mayo, tuvieron lugar cuatro hechos relevantes especifi-

cos de España que sirvieron para descargar de componente específico la percepción de «riesgo país» y propiciar la apertura del mercado primario para emisores privados, cerrado desde abril, que fueron:

1. La publicación de las pruebas de resistencia a la banca europea, en las que el sistema bancario español hizo un mayor ejercicio de transparencia al publicar resultados individuales, cubrir casi un 95% del sistema y establecer hipótesis de análisis más duras.
2. Los avances en el proceso de reestructuración bancaria, incluyendo recapitalización en el caso del sector de cajas.
3. La aceleración de las medidas de ajuste fiscal, con traslado a las cifras de ejecución presupuestaria.
4. El desbloqueo de algunas re-

formas estructurales, vitales para sentar las bases de un modelo de crecimiento sostenible a medio plazo.

Sin embargo, el panorama ha cambiado por completo en noviembre, con una nueva oleada de riesgo soberano en la periferia del euro, con Irlanda como protagonista (es la segunda economía rescatada junto con Grecia desde el inicio de la crisis) y efectos de arrastre sobre el conjunto de economías, España incluida. Sin que se haya visto alterado el balance estructural de riesgos (véase tabla «Matriz de riesgos para economías periféricas del área euro según variables estructurales»), el mercado ha empezado a poner potenciales procesos de reestructuración en la deuda pública, que supongan pérdida de valor presente para los bonistas privados. La falta de un



[iStockphoto/Thinkstock.

mensaje de cohesión a nivel europeo también ha contribuido a avivar los temores, hasta situar en máximos históricos los diferenciales de deuda española frente a Alemania.

El «círculo vicioso» de contagio soberano al crecimiento es bien conocido. Una crisis soberana del calado de la actual no sólo restringe la capacidad de financiación del Tesoro y eleva la factura de intereses, sino que, además, cierra los mercados mayoristas para el sector privado, que, en el caso del sector bancario, tiene implicaciones relevantes para la gestión de la liquidez, acentuando la restricción crediticia y acelerando el proceso de desapalancamiento en curso. Más ahorro y menor gasto suponen una menor capacidad de crecimiento autónomo, lo cual, a su vez, retroalimenta la espiral de riesgo soberano ante la imposibilidad de reconducir la posición de las cuentas públicas.

Este círculo se ve agravado en el caso de España en 2011, ya que debe hacer frente a unos vencimientos de casi 255.000 millones de euros, entre sector público y sector bancario. En función de cuáles sean los porcentajes de renovación de deuda y la capacidad de apelación a la liquidez del BCE, así será el rango objetivo de caída potencial de la inversión crediticia. Si, a las restricciones de oferta, se suma el bajo incentivo al endeudamiento que tienen hogares y empresas (el escenario de tipos de interés no es el más propicio para acelerar las amortizaciones de préstamos, pero la base de ahorro generada sienta las bases para poder avanzar en esta dirección), el resultado es un escenario de crecimiento reducido (prevemos un 0,6% anual), sin ganancias relevantes de empleo (prevemos todavía caída de la ocupación en 2011 del orden del 0,3% y estabilidad de la tasa de paro en niveles del

20%), pero que propiciará, vía ajuste de inversión, reducciones adicionales de las necesidades de financiación exterior (hasta cotas del 3,3% del PIB).

#### MERCADOS FINANCIEROS AJUSTADOS A UN NUEVO ESCENARIO CON UNA POLÍTICA ECONÓMICA MENOS SINCRONIZADA A NIVEL GLOBAL

De un entorno con políticas económicas convergente a un escenario divergente. Si durante el punto álgido de la recesión económica y la crisis financiera encontramos cierto grado de sincronización desde el frente de la política económica (en clave expansiva tanto la vertiente fiscal como la monetaria), en los trimestres recientes, los mercados financieros han tenido que ajustarse a un nuevo escenario, con una política económica menos sincronizada a nivel global. Así, mientras en EEUU la política monetaria se mantiene en clave acomodaticia, incluyendo un nuevo programa de compra de activos por parte de la Reserva Federal (más *quantitative easing*), en el área euro el debate en el BCE se ha desplazado hacia la «estrategia de salida», es decir, una vuelta a esquemas de gestión de liquidez tradicionales sin la renovación de los programas extraordinarios implementados en los meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers. Desde el ámbito fiscal, también encontramos un escenario más divergente respecto a trimestres de 2009, definido por una serie de programas de consolidación fiscal en Europa, una corriente muy diferente a la que observamos en EEUU, con un debate más constructivo sobre las medidas de corte fiscal para gestionar una «recesión de balance»<sup>1</sup>.

#### Descorrelación entre los índices bursátiles del área euro apoyada en 1) diferentes composiciones sectoriales y 2) prima de riesgo-país

Las variables financieras están mostrando sensibilidad al cambio de entorno. Con el riesgo sobre la estabilidad de precios en clave deflacionista y la «recesión de balance» como corrientes de fondo comunes en los principales bloques económicos, encontramos diferentes respuestas entre EEUU y el área euro para combatir este fondo estructural. En el área euro, a la complejidad en la gestión que supone el entorno económico-financiero actual, hay que sumar (i) la descentralización de la política fiscal, (ii) la posición en el ciclo de las diferentes economías y (iii) la alternativa de «devaluación interna», vía precios y salarios, en aquellas economías del área euro que hayan perdido competitividad en los mercados internacionales y que ahora no cuentan con la alternativa del tipo de cambio (devaluación) como vía de ajuste.

Tres grandes diferencias que se han traducido en una mayor volatilidad y descorrelación en los mercados financieros del área euro, desde la deuda pública

#### PREVISIONES AFI DE CRECIMIENTO PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA 2010-11

| Horizonte inicio de la crisis finales 2011 |       |                |         |           |               |
|--|-------|----------------|---------|-----------|---------------|
| Caída acumulada (%)                        | PIB   | Deuda nacional | Consumo | Inversión | Exportaciones |
| -4,9                                       |       | -10,6          | -6,7    | -31,2     | -17,3         |
| Crec. desde mínimos (%)                    | 1,3   | 0,9            | 3,2     | 0         | 20            |
| Tasa interanual (%)                        | 2008  | 2009           | 2010    | 2011      |               |
| PIB  | 0,9   | -3,6           | -0,2    | 0,6       |               |
| Consumo final                              | 1,0   | -2,3           | 0,9     | 0,4       |               |
| Consumo privado                            | -0,6  | -4,3           | 1,3     | 0,9       |               |
| Consumo público                            | 5,8   | 3,3            | -0,1    | -0,9      |               |
| FBCF                                       | -4,7  | -15,9          | -7,4    | -3,1      |               |
| Equipo                                     | -2,4  | -24,5          | 2,3     | 2,5       |               |
| Construcción                               | -5,9  | -12,0          | -11,1   | -6,7      |               |
| Inversión residencial                      | -10,7 | -24,5          | -17,3   | -5,6      |               |
| Otra construcción                          | -0,8  | -0,1           | -6,7    | -7,3      |               |
| Otros productos                            | -4,0  | -16,2          | -8,0    | 0,3       |               |
| Deuda nacional*                            | -0,6  | -6,4           | -1,1    | -0,4      |               |
| Exportaciones                              | -1,1  | -11,4          | 9,1     | 4,9       |               |
| Importaciones                              | -5,2  | -17,5          | 4,8     | 1,0       |               |
| Deuda externa*                             | 1,5   | 2,7            | 0,9     | 1,0       |               |

\* Contribución a la evolución interanual del PIB.

Fuente: elaboración propia a partir de INE.

<sup>1</sup> Para más detalles, véase Eggertsson, Gauti B. y Krugman, Paul (2010): *Debt, deleveraging and the liquidity trap: a Fisher-Minsky-Koo approach*. Federal Reserve Bank of New York, [http://www.princeton.edu/~pkrugman/debt\\_deleveraging\\_ge\\_pk.pdf](http://www.princeton.edu/~pkrugman/debt_deleveraging_ge_pk.pdf).

hasta los mercados de renta variable pasando por el mercado interbancario. En este último segmento, con el tipo de intervención anclado en el 1%, encontramos en la gestión de las medidas de inyección de liquidez del BCE y en el riesgo de crédito, que se mantiene en niveles elevados en el mercado interbancario, dos variables explicativas en la dinámica de la curva Euribor, con una referencia a 12 meses que supera el 1,5%. En adelante, la gestión del BCE sobre los programas de liquidez extraordinarios («estrategia de salida» frente a «extensión de programas») marcará la tendencia de la curva Euribor en los próximos meses y, en este frente, el escenario central apunta a una retirada gradual del BCE, con el consiguiente riesgo al alza sobre la curva Euribor. En el tipo a 12

meses, la deriva al alza podría situar el Euribor en niveles del 1,9% a finales de 2011.

En los mercados de acciones, la dispersión de rentabilidades que presentan los principales índices bursátiles del área euro en 2010 también es sintomática del entorno económico-financiero que detallamos anteriormente. Así, frente a las pérdidas superiores al 20% que acumula el Ibex-35 en 2010, sobresalen las ganancias del mercado alemán (DAX +12%) o las pérdidas más moderadas del índice francés (CAC -7%). Una descorrelación entre índices que recoge 1) diferentes composiciones sectoriales y 2) la prima de riesgo-país que también observamos en las ampliaciones de diferenciales de deuda pública. En el pobre performance del Ibex-35, hay una confluencia de estos dos vectores, con una com-

posición sectorial sesgada hacia el perfil financiero (más de un 20% de peso en el índice), el sector más penalizado a nivel europeo, y con un componente riesgo-país que ha ido deteriorándose hasta alcanzar niveles máximos de estrés a finales de noviembre. De cara a 2011, no esperamos una mejora en estos dos vectores que han desencadenado el peor comportamiento relativo del Ibex-35, que continuará ajustándose en términos de valoración a un escenario definido por (i) «devaluación interna», es decir, caídas relativas frente a socios comerciales en precios y salarios, (ii) diferenciales de deuda pública por encima de los 200 pb frente Alemania y (iii) peso del sector bancario en la composición del índice, un sector sobre el que mantenemos una perspectiva negativa a medio plazo ::



[iStockphoto/Thinkstock.

# Estonia:

## un nuevo miembro del club del euro

Tras tan sólo siete años de su incorporación a la Unión Europea, Estonia ha conseguido cumplir con los criterios de convergencia, lo que posibilita a la más pequeña de las tres repúblicas bálticas a integrarse en la Unión Económica y Monetaria el próximo 1 de enero de 2011. Tras un lapso de dos años, en los que no se habían materializado nuevos ingresos, Estonia se convierte en el décimo séptimo país en adoptar de forma autorizada el euro. Después de Estonia, no se espera ampliar la membresía hasta, por lo menos, el año 2014. Quizá entonces la actual crisis del euro sea cosa del pasado.

Verónica López Sabater



[Stockbyte/Thinkstock]

**E**l pasado 13 de julio, el Consejo de la Unión Europea autorizó formalmente el ingreso de Estonia en la Unión Económica y Monetaria. La fecha efectiva de ingreso será el próximo 1 de enero de 2011 y el tipo de cambio establecido de un euro por 15,6466 coronas estonias.

Con una superficie total de 45.000 km<sup>2</sup> y 1,3 millones de habitantes, Estonia es la más septentrional y pequeña de las tres repúblicas bálticas. Recuperada su

independencia de la Unión Soviética en 1991, ha vivido dos vertiginosas décadas en las que se han sucedido períodos de espectacular crecimiento y colapsos económicos sin precedentes. La traumática salida de la órbita de Rusia de la que aún tuvo que sufrir de pleno la crisis de 1998, el inmediato ingreso en la Unión Europea (2004) y la irrupción de la crisis financiera internacional (2007) han condicionado el devenir de este pequeño país, que, a pesar de lo anterior, ha conseguido cumplir en tiempo



y forma con los criterios de convergencia Maastricht para su ingreso en la Unión Económica y Monetaria.

**La economía estonia, una de las más sacudidas por la crisis financiera internacional, consiguió abandonar el estado de recesión profunda al final del pasado año**

Estonia disfruta de una orografía plana, de numerosos lagos e islas y de ser frontera natural con el mar Báltico. Su territorio es fundamentalmente agrario y forestal y su economía está basada en la producción de maquinaria, la industria agroalimentaria, la metalurgia, la industria química y los derivados de la madera. Es, como destacó en fecha reciente la OCDE en su invitación a que Estonia ingrese en el club de las hoy 31 economías más desarrolladas, modelo y líder mundial de políticas innovadoras de desarrollo del gobierno y comercio electrónico.

La economía estonia, una de las más sacudidas por la crisis financiera internacional, junto con la de sus vecinos letones y lituanos, consiguió abandonar el estado de profunda recesión al final del pasado año, gracias fundamentalmente a la recuperación de la demanda externa. El PIB, tras retraerse en un 14% en 2009, se ha comportado de forma positiva este año que ahora termina y las expectativas para 2011 son asimismo positivas, alcanzando las previsiones la cifra del 3,5% según el Fondo Monetario Internacional. Todo ello matizado, no obstante, por la grave situación de desempleo que sufre la población estonia -drama que lamentablemente conocemos bien en nuestro país-, en cotas del 16%. Junto al elevado desempleo, la amenaza de la inflación -sobre la que ya el Banco Central Europeo advirtió días antes de la reunión de julio del Consejo de la Unión Europea que aprobó el ingreso de Es-

tonia en el euro- se ha materializado de forma rotunda y antes incluso de lo previsto.

**EXAMEN DE CONVERGENCIA SUPERADO**

Todos los criterios de convergencia de los que Estonia se examinó han sido cumplidos razonablemente. La tasa de inflación ha venido situándose por debajo del valor de referencia del 1% desde diciembre de 2009, aunque, en la actual coyuntura y desde el segundo trimestre de 2010, el crecimiento de los precios se ha acelerado antes de lo previsto. En los últimos años, el crecimiento de los precios ha experimentado un comportamiento errático, alcanzando los dos dígitos en 2008 y sufriendo una espectacular caída en 2009, cuando las presiones de la demanda interna dejaron de actuar a pesar del efecto contrario que ejercieron el incremento de los precios internacionales de las materias primas y energía. Tal es así que la inflación



[Hemera/Thinkstock]

Vista aérea de la capital de Estonia, Tallín.

llegó a ser negativa a partir de la segunda mitad de 2009 y hasta el mes de marzo de 2010. Para 2011 la Comisión Europea estima que la inflación alcance el 2% debido fundamentalmente al incremento de los impuestos indirectos. El consumo y los salarios nominales, tras el drástico recorte impuesto por la crisis, no se verán en una senda alcista hasta bien entrado el 2011. El reto a medio plazo en cuanto al control de la inflación, dependerá del desarrollo que el país alcance en materia de productividad y de negociación de salarios principalmente en el sector público.

En cuanto a las cuentas públicas, y como resultado del fortísimo plan de ajuste estructural acometido por las autoridades para evitar el colapso del país, el déficit público cerró en 2009 por debajo del nivel del 3%, con el que el país comprometió su ingreso en la moneda única y que espera hacer desaparecer en 2013. La deuda pública se situó en 2009 en niveles muy bajos (7,2%), estimando alcanzar el 12,4% en 2011.

Ahora que el país ha conseguido cumplir con los requisitos para su ingreso en el euro, es momento de centrar sus esfuerzos en reducir el desempleo, probablemente por la vía de la recolocación de desempleados en el sector exportador, a través de las oportunas reformas estructurales.

**Ahora que el país ha conseguido cumplir con los requisitos para su ingreso en el euro, es momento de centrar sus esfuerzos en reducir el desempleo**

En materia de estabilidad cambiaria, la corona estonia o kroon viene participando en el mecanismo europeo de tipos de cambio (ERM II, por sus siglas en inglés) desde junio de 2004, año de su ingreso en la Unión Europea, y ha operado ininterrumpidamente en un régimen cambiario desde la reintroducción

## EL EURO

El euro comenzó a funcionar como moneda única el 1 de enero de 2002, momento en el que 12 países, entre los que se encontraba España, inauguraban el uso y la circulación de la nueva moneda. Tras el lanzamiento original, cuatro han sido las incorporaciones posteriores: Eslovenia (2007), Malta y Chipre (2008) y Eslovaquia (2009). Después del ingreso de Estonia, no se esperan incorporaciones adicionales hasta, como pronto, el año 2014, en el que está previsto que Polonia ocupe el puesto décimo octavo del club del euro.

El euro se encuentra en horas bajas fruto de la crisis financiera internacional originada en Estados Unidos, crisis que ha revelado, por un lado, la imperante necesidad que en Europa existe de profundizar en las reformas para adecuar el mecanismo de funcionamiento de la unión monetaria y, por otro, las graves debilidades y vacíos existentes en el gobierno económico de la Unión Europea. Cómo se resuelvan las crisis de deuda griega e irlandesa determinará su futuro.

de la corona como moneda nacional en 1992, inicialmente vinculada al marco alemán y, posteriormente, al euro. El sector exterior estonio se encuentra hoy en situación superavitaria tras varios años de fuertes déficit que alcanzaron niveles del 18% en 2007.

### RELACIONES BILATERALES CON ESPAÑA

Destino turístico excepcional, la República de Estonia es un gran desconocido para la gran mayoría de nosotros. Así lo reflejan también los escuetos indicadores que recogen la intensidad de nuestras relaciones bilaterales con este país que durante décadas perteneció a la antigua URSS y que, desde su independencia, mantiene estrechísimas relaciones con los países nórdicos,

especialmente con Finlandia, cuyas lenguas comparten muchas similitudes.

Con un 75% de su comercio internacional destinado al mercado europeo, España no se encuentra entre los destinos exportadores. Estonia tampoco se encuentra entre los primeros puestos de nuestros mercados de exportación. Como ejemplo, señalar que el valor de las exportaciones en el último año (2009) se mantuvo en torno a los 70 millones de euros (con un saldo de la balanza comercial negativo de 4,5 millones de euros), lejos de la cifra récord registrada en 2006, año en el que las exportaciones españolas a aquel país superaron los 200 millones de euros (con un saldo también negativo de 7,5 millones). Los valores registrados en la primera mitad



Muro de antigua fortaleza en Tallín.

[iStockphoto]/Thinkstock.





[Hemera]/Thinkstock.

Torre gótica del ayuntamiento de Tallín con modernos edificios del distrito financiero al fondo.

del año 2010 anuncian una caída, tanto de importaciones como de exportaciones, más acusada en el primer rubro.

El principal rubro importado por nuestro país en 2009 corresponde a combustibles y aceites minerales, representando cerca del 50% del valor de las importaciones procedentes de Estonia. Le siguen mobiliario (12%), cereales (8%), fundición de hierro y acero (8%), madera y sus manufacturas (6%), pescado, crustáceos y moluscos (5%) y máquinas y aparatos mecánicos (2%). Por su parte, nuestras exportaciones se encuentran algo más diversificadas y lideradas hoy por el sector textil: prendas de vestir (11,5%), frutas (10,5%), bebidas (8%), aparatos y materiales eléctricos (7%), máquinas (7%) y aluminio y sus manufacturas (6%).

Las inversiones estonias en nuestro país y las de nuestro país allí se han caracterizado por su reducido tamaño. Destacan, sin embargo, las inversiones que en 2007 se registraron en el sector de la construcción e inmobiliario de

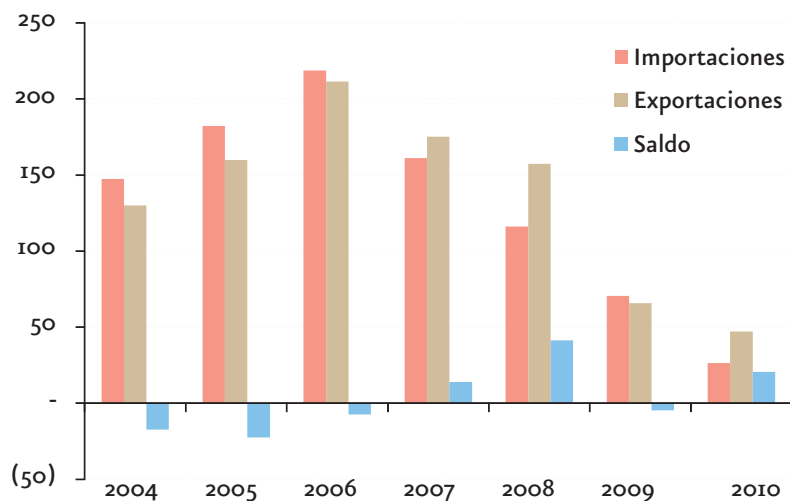
nuestro país por aproximadamente dos millones de euros. Ese mismo año, empresas españolas del sector energético realizaron inversiones por más de ocho millones de euros, siendo el valor acumulado de inversión por todos los sectores para el período 2005-junio 2010 algo superior a los nueve millones. Las principales empresas españolas que

invierten en Estonia son Grupo Uralita, Grupo Inditex, Punto Fa, S.L. (Mango) y Grupo Calidalia (sector alimentación).

En los próximos años, veremos si el ingreso de Estonia en la moneda única se constituye en un factor dinamizador de nuestras relaciones económicas con este país y sus más inmediatos vecinos ::

### Balanza comercial hispano-estonia

(millones de euros)



Fuente: elaboración propia a partir de DATACOMEX.

# El entorno de negocios en 2011

El Banco Mundial acaba de publicar su informe *Doing Business 2011*, que mide el clima empresarial del mundo. La última edición del mencionado informe relega a España al puesto cuadragésimo octavo, uno por debajo del ocupado el año anterior.

Esther Rodríguez Fernández



[Hemera]/Thinkstock

## ¿QUÉ MIDE EL INFORME *DOING BUSINESS*?

*Doing Business 2011* es el octavo de una serie de informes anuales que investigan las regulaciones que fomentan la actividad empresarial y aquellas que la restringen. Este informe presenta indicadores cuantitativos sobre las regulaciones empresariales que pueden ser comparados entre 183 economías y también a

través del tiempo. *Doing Business* adopta la perspectiva de las empresas nacionales, principalmente pequeñas, y analiza las medidas reglamentarias que se les aplican a través de su ciclo de vida. El indicador evalúa a las economías en nueve categorías: apertura de un negocio, tramitación de permisos de construcción, registro de propiedades, obtención de crédito, protec-



## CLASIFICACIÓN DOING BUSINESS 2011 ESPAÑA

### Categoría

|  |            |
|--|------------|
| <b>Doing Business 2011 (ranking)</b>                 | <b>49</b>  |
| <b>Apertura de un negocio (ranking)</b>              | <b>147</b> |
| Procedimientos (número)                              | 10         |
| Tiempo (días)  | 47         |
| Costo (% de ingreso per cápita)                      | 15,1       |
| Capital mínimo pagado (% de ingreso per cápita)      | 13,5       |
| <b>Manejo de permisos de construcción (ranking)</b>  | <b>49</b>  |
| Procedimientos (número)                              | 11         |
| Tiempo (días)  | 233        |
| Costo (% de ingreso per cápita)                      | 47,4       |
| <b>Registro de propiedades (ranking)</b>             | <b>54</b>  |
| Procedimiento (número)                               | 4          |
| Tiempo (días)  | 18         |
| Costo (% del valor de la propiedad)                  | 7,1        |
| <b>Obtención de crédito (ranking)</b>                | <b>46</b>  |
| Índice de fortaleza de los derechos legales (0-10)   | 6          |
| Índice de alcance de la información crediticia (0-6) | 5          |
| Cobertura de registros públicos (% de adultos)       | 54,6       |
| Cobertura de organismos privados (% de adultos)      | 10,7       |
| <b>Protección de los inversores (ranking)</b>        | <b>93</b>  |
| Índice de grado de transparencia (0-10)              | 5          |
| Índice de responsabilidad de los directores (0-10)   | 6          |

### Categoría

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Protección de los inversores (cont.)</b>            |           |
| Índice de facilidad para juicios de accionistas (0-10) | 4         |
| Índice de fortaleza de protección de inversores (0-10) | 5         |
| <b>Pago de impuestos (ranking)</b>                     | <b>71</b> |
| Pagos (numero por año)                                 | 8         |
| Tiempo (horas por año)                                 | 197       |
| Tasa de impuestos total (% de ganancia)                | 56,5      |
| <b>Comercio transfronterizo (ranking)</b>              | <b>54</b> |
| Documentos para exportar (número)                      | 6         |
| Tiempo para exportar (días)                            | 9         |
| Costo de exportación (dólares por contenedor)          | 1.221     |
| Documentos para importar (número)                      | 7         |
| Tiempo para importar (días)                            | 10        |
| Costo de importación (dólares por contenedor)          | 1.221     |
| <b>Cumplimiento de contratos (ranking)</b>             | <b>52</b> |
| Procedimientos (número)                                | 39        |
| Tiempo (días)  | 515       |
| Costo (% de cantidad demandada)                        | 17,2      |
| <b>Cierre de una empresa (ranking)</b>                 | <b>19</b> |
| Tasa de recuperación (centavos por dólar)              | 10        |
| Tiempo (años)  | 11        |
| Costo (% de los bienes)                                | 76,3      |

Fuente: Doing Business 2011.

ción de los inversores, pago de impuestos, cumplimiento de contratos, cierre de una empresa y comercio transfronterizo. Los datos de electricidad y el empleo de trabajadores no están incluidos en el ranking sobre la facilidad de hacer negocios, aunque también se incluyen en el informe. Es necesario tener en cuenta que el indicador no cubre todos los factores relevantes para hacer negocios. Así, por ejemplo, no evalúa las condiciones macroeconómicas, la calidad de las infraestructuras, las cualificaciones de los trabajadores o la fortaleza de los sistemas financieros. Los datos de Doing Business 2011 están actualizados a 1 de junio de 2010.

### MEDIDAS IMPLEMENTADAS POR LOS PAÍSES QUE OCUPAN LOS PRIMEROS PUESTOS DE LA TABLA

A nivel mundial, sigue siendo más fácil hacer negocios en las economías de la OCDE de ingresos altos: Singapur (que ocupa por quinto

año consecutivo el primer lugar), Hong Kong, Nueva Zelanda, Reino Unido y Estados Unidos, Dinamarca, Canadá y Noruega encabezan el ranking. Cabe destacar que 18 de las 25 economías que encabezan la tabla llevaron a cabo reformas para crear un entorno de negocios aún más favorable. De estas economías destaca la de Suecia, que escaló cuatro posiciones en la tabla, hasta alcanzar el puesto número 14. Para ello se redujo el requisito de capital mínimo para la creación de empresas, se racionalizó el registro de propiedades y se fortaleció la protección de los inversores.

### Doing Business, del Banco Mundial, mide la facilidad o las trabas para la actividad empresarial en 183 países del mundo

Los países en los que les resulta más fácil a las empresas hacer negocios suelen contar a menudo con iniciativas de e-gobierno. El

gobierno electrónico se inició en la década de 1980 y las economías que cuentan con sistemas desarrollados siguen mejorándolos. De esta forma, en 2008, Hong Kong y Singapur convirtieron la ventanilla única para permisos de construcción en sistemas online, Dinamarca acaba de presentar un nuevo sistema informatizado de registro de terrenos y en el Reino Unido se pueden presentar de manera online las demandas en los tribunales de comercio. Otras iniciativas que se han puesto en marcha en los países para fomentar un clima de negocios favorable es la implantación de sistemas que miden el rendimiento de los funcionarios. Desde finales de la década de los noventa, Australia, Singapur y Estados Unidos utilizan este tipo sistemas en el poder judicial y Malasia se ha unido recientemente a este grupo de países con el establecimiento de un índice de desempeño para los jueces en 2009. Los resultados de esta

iniciativa se han hecho notar y ya están mejorando las tasas de resolución de casos.

En los puestos bajos de la lista del último informe elaborado por el Banco Mundial se encuentran los países de África subsahariana y del sur de Asia. Los cinco países donde los emprendedores se enfrentan al entorno de negocio más desfavorable son Chad, la República Centroafricana, Burundi, Eritrea y Guinea. A pesar de este dato negativo, los países africanos están haciendo un esfuerzo por crear un ambiente más propicio para las empresas. Así, el informe señala que, de los 30 países que más mejoras han introducido para fomentar la actividad empresarial, un tercio están en África.

#### **ECONOMÍAS QUE MÁS HAN MEJORADO SU ENTORNO DE NEGOCIOS**

Sin duda, el ritmo de avance en la implantación de reformas que facilitan a las empresas hacer negocios es más acusado en los países emergentes. Dos tercios de estos países introdujeron reformas re-

gulatorias en el último año. Hace seis años, cuando se comenzó a elaborar el informe, esto sólo ocurría en uno de cada tres. Aun así, las diferencias entre los países con entornos propicios para los negocios y entornos desfavorables son, en algunos casos, abismales. Por ejemplo, en Nueva Zelanda se puede crear una nueva empresa en un día, mientras que en Surinam se tardan casi dos años. En Suecia sólo se pagan dos veces impuestos al año frente a las 135 veces de Ucrania.

El país que más posiciones ha avanzado en la clasificación *Doing Business* fue Kazajstán, concretamente 15 puestos, hasta alcanzar el lugar quincuagésimo noveno. Este país ha hecho más rápido y barato abrir un negocio y ha simplificado los permisos de construcción. Pero, a pesar de estas reformas, a este país euroasiático todavía le queda camino por recorrer para fomentar la actividad empresarial: por ejemplo, son necesarios 10 documentos y 81 días para exportar bienes, frente a los cuatro documentos y cinco días

necesarios en Singapur.

Ruanda es el segundo país más activo en la introducción de reformas que afectan a las empresas y ha avanzado 12 posiciones hasta el puesto quincuagésimo octavo. Perú (36), Vietnam (78), Cabo Verde (132) y Tayikistán (139) han avanzado 10 puestos en la clasificación. En el *ranking* de los 10 países que más han mejorado también se encuentran Zambia (76), Hungría (46), Granada (92) y Brunéi (112).

#### **En algunos casos, las diferencias entre los entornos de negocio más favorables y los más difíciles son extremas**

En cualquier caso, los movimientos anuales en la clasificación *Doing Business* deben analizarse con cautela. El avance de posiciones puede servir de indicador de los cambios del entorno normativo para las empresas en un país, pero los movimientos son siempre relativos y, en algunos casos, la clasificación de una economía cambia debido a la evolución de otras economías. Además, los



[Comstock]/Thinkstock.

cambios que se producen año a año en las clasificaciones no reflejan la evolución del entorno de negocios de un determinado país a lo largo del tiempo.

#### EL ENTORNO DE NEGOCIOS EN LATINOAMÉRICA

México ha mejorado significativamente su entorno de negocios y ha desbancado a Colombia como el país en Latinoamérica donde es más sencillo para las empresas operar, avanzando seis puestos hasta ocupar el puesto trigésimo quinto. Como muchos de los países más desarrollados, México ha introducido prácticas de e-gobierno en su gestión administrativa y ahora las empresas pueden presentar sus impuestos *online*, algo que todavía no es posible en la mayoría de los países de América Latina. Esto, junto con la disminución drástica en el número de pagos tributarios anuales, ha reducido el tiempo necesario para liquidar impuestos en 148 horas desde las 404 de 2004, mientras que, en Brasil, son necesarias 2.600 horas. Este país, a pesar de ser una de las principales economías del mundo, ocupa el puesto 127 y ha perdido tres posiciones en el *ranking*. Por detrás de esta economía se sitúan Ecuador (130), Honduras (131), Bolivia (149) y Venezuela (172).

#### ESPAÑA PIERDE UNA POSICIÓN Y QUEDA POR DETRÁS DE VARIOS PAÍSES MIEMBROS DE LA UNIÓN EUROPEA

Por su parte, España ha perdido una posición en la clasificación respecto al pasado año y ocupa el puesto cuadragésimo noveno, quedando por detrás de varios miembros de la Unión Europea como el Reino Unido (4), Dinamarca (6), Noruega (8), Irlanda (9) o Alemania (22). Entre los países miembros de la OCDE, sólo República Checa (63), Polonia (70), Italia (80) y Grecia (109) quedan por detrás de España.



[liquidlibrary]/Thinkstock.

Las peores calificaciones que obtiene España en este índice *Doing Business* corresponden a la apertura de negocio (en el *ranking* de este indicador, España ocupa el puesto 147) y protección de inversores (España ocupa el puesto 93). Son necesarios 47 días abrir un negocio en España frente a los 13,8 de la media de la OCDE, y el número de procedimientos requeridos, 10, es casi el doble.

En la dimensión comercio transfronterizo, España ha avanzado nueve posiciones, hasta el puesto quincuagésimo cuarto, y se

encuentra entre los 10 países que más han mejorado su entorno de negocios, gracias a la simplificación de la documentación para la importación mediante la inclusión de información fiscal en el documento administrativo único. Aunque no haya avanzado posiciones en el cierre de negocios, destacan reformas en ese campo: concretamente, se modificó el reglamento de procedimiento de insolvencia con el fin de reducir el coste y el tiempo y se ha introducido la posibilidad de llegar a acuerdos extrajudiciales ::



# América Latina y Asia

Las relaciones entre América Latina y Asia están cambiando drásticamente. China está tomando el pulso a Japón como el principal actor en la región. Las relaciones comerciales entre Latinoamérica y China se centran en las materias primas principalmente. Respecto a las inversiones extranjeras, Japón y China apuntan a los recursos naturales para abastecer sus economías.

Javier Santiso<sup>1</sup>



[Hemera]/Thinkstock.

**A** principios de octubre, la SEGIB y Casa Asia organizaron un encuentro sobre las relaciones en auge entre China y América Latina. Este evento, celebrado en Madrid a pocos días de la entrada de la petrolera china Sinopec en el capital de la filial brasileña de Repsol, no podía ser más oportuno. Las relaciones entre América Latina y Asia están cam-

biando de manera dramática. Durante décadas, Japón dominó, como el principal socio comercial y financiero de la región, estas relaciones por parte de Asia. Ahora, China está tomando el relevo, al mismo tiempo que está desplazando a su vecino asiático como la segunda potencia económica mundial, detrás de Estados Unidos.

<sup>1</sup> Profesor de Economía, ESADE Business School y director de ESADE Centre for Global Economy and Geopolitics.

Si bien las inversiones japonesas en América Latina siguen siendo importantes, se espera que, en el futuro, las procedentes de China sigan ascendiendo. Japón está siendo, en ese sentido, un socio asiático importante para América Latina. Sin embargo, en la primera década del siglo XXI, las noticias vinieron más del vecino chino. Entre 1990 y 2008, las relaciones comerciales entre la región latinoamericana y Japón crecieron, pero el ritmo fue menos sostenido que con China. Así, en 2008, los intercambios comerciales entre ambos totalizaban unos 60.000 millones de dólares (unos 30.000 millones para importaciones y otro tanto para exportaciones), mientras que con China se disparaban para totalizar 140.000 millones de dólares (unos 70 para cada uno de los componentes). El punto de inflexión fue el año 2002, cuando China, por primera vez, rebasó a Japón como principal socio comercial asiático de América Latina.

Esta diferencia seguirá agudizándose en los próximos años debido al auge económico de China, que seguirá necesitando consumir masivamente materias primas para sostener su despegue económico. En ambos casos, la relación comercial con América Latina se estructuró en torno a las materias primas. El auge de China significa para esta región la emergencia de otro socio más en Asia, compitiendo directamente con Japón (y ahora, también, cada vez más India).

Lo mismo está ocurriendo con las inversiones extranjeras directas de ambos países en América Latina. Tanto China como Japón apuntan principalmente a los recursos naturales para abastecer su economía, por lo que predominan sectores como el de la energía, la minería, la siderurgia y el petróleo en sus inversiones directas. A lo largo de la última década, hemos visto aumentar la IED china en la región, superando en muchos países la tradicionalmente volcada por Ja-



pón. Por ahora, la IED japonesa abarca un abanico algo más amplio, como lo muestra la nueva inversión por parte de Nissan en México en 2010 por un monto de casi 500 millones de dólares.

Sin embargo, esto está cambiando. En 2010, China podría incluso convertirse en el primer inversor en Brasil, un país donde históricamente Japón invirtió con fuerza. Entre los principales negocios concretados en 2010, destaca un contrato de la estatal china Wisco con la local LLX por unos 3.300 millones de dólares para construir una siderúrgica en el interior de Río de Janeiro. Pero ahora están abarcados muchos más sectores, desde el sector eléctrico hasta el agro-industrial, pasando por el automotriz y las telecomunicaciones. En diciembre de 2010, tres fondos soberanos, ADIC de los Emiratos, GIC de Singapur y CIC de China, entraron en el capital del banco BTG Pactual por montos cada uno de entre 200 y 300 millones de dólares, otra prueba más del apetito chino (y árabe y asiático) por Brasil.

Este boom inversor chino no es obviamente específico a la región. Desde comienzos de 2010, en el primer semestre del año según datos de JP Morgan, el volumen total de adquisiciones en el extranjero por parte de firmas chinas alcanzaron los 55.000 millones de dólares, fren-

te a los 356.000 millones de EEUU. China se ha convertido en el segundo inversor mundial y América Latina tiene atractivos particularmente importantes para ella, lo mismo que África por su riqueza en materias primas.

De hecho, la Agencia Internacional de Energía destaca que, por primera vez en la historia, en 2009, China superó a EEUU como principal consumidor de materias primas en el mundo. Venezuela es, por ejemplo, uno de los países que concentra el mayor flujo de inversiones chinas en el sector petrolero. En 2009, el país sudamericano captó el 14% de la participación accionaria que fuera de China tienen compañías como CNPC, Sinopec y China Nacional Offshore Oil Corporation. Los montos desembolsados en ese año alcanzaron los 18.200 millones de dólares y los recursos destinados a Venezuela rondaron los 2.500 millones de dólares. Ésta representa la cifra más elevada que China ha colocado en el sector energético de América Latina. La reciente compra del 40% del capital de Repsol Brasil por parte de la china Sinopec, por un monto de 7.100 millones de dólares, una de las mayores operaciones jamás realizadas por una empresa china en el exterior, muestra una vez más la avidez china por activos energéticos latinoamericanos.

En total, sólo las petroleras chinas han invertido 15.000 millones de dólares en activos de la región a lo largo de 2010. La última operación fue la cerrada por China Petroleum Corp., que ha adquirido una unidad en Argentina de Occidental Petroleum por un valor de 2.500 millones de dólares. Unos meses antes, la petrolera china CNOOC había comprado parte de Pan American Energy, también en Argentina, por un monto superior a los 3.000 millones de dólares. En Perú, en el sector minero, Chinalco, Minmetals/Jiangxi Copper y otros han invertido más de 1.400 millones y las empresas chinas tienen previsto invertir otros 4.500 millones mientras las relaciones comerciales siguen siendo estimuladas por el acuerdo de libre comercio entre ambos países que entró en vigor en 2010. Por su parte, Ecuador ha firmado acuerdos bilaterales por más de 5.000 millones de dólares con China en 2010 para inversiones hidroeléctricas, petroleras e infraestructuras.

A estas inversiones se suman ahora también las realizadas en sectores tecnológicos, en particular, la planta industrial para producir localmente móviles a través de una empresa estatal conjunta con la china Huawei Technologies. Por su parte, el grupo chino Haier también cerró un acuerdo bajo el cual se crearán empresas mixtas en Venezuela y un centro de investigación e innovación orientado a desarrollar productos de tecnología limpia. Ambos países también acordaron crear una línea aérea para operar en Venezuela con 300 millones de dólares de inversiones iniciales. En el sector automotriz, los grupos Geely y Chery están buscando hacerse un hueco más grande en la región. Así, Chery Automobile acaba de entrar, en 2010, en Brasil, convirtiéndose en el primer grupo del sector del automóvil chino en invertir en este país. En total invertirá 400 millones de dólares en una planta indus-

trial en el Estado de Sao Paulo. Por su parte, Geely comercializa su marca en Perú, Uruguay, Cuba y Venezuela. En total, entre 2005 y 2010, China ha invertido más de 25.000 millones de dólares en la región como estimación mínima<sup>2</sup>.

### **En 2010, China podría incluso convertirse en el primer inversor en Brasil, un país donde históricamente Japón invirtió con fuerza**

También India se asoma a la región. Para Tata Consultancy Services (TCS), América Latina es, de hecho, hoy en día, un continente clave, donde se sigue expandiendo y empleando a más de 8.000 personas. El plan oficial de inversiones de India para la región llega a los 12.000 millones de dólares. Brasil encabeza la lista, seguido por Venezuela (2.100 millones), Bolivia (la misma cantidad), Chile (1.500 millones) y Argentina (1.200 millones). Pero, además de India, otros países como Singapur, Malasia o Corea también buscan abrirse más caminos en el continente.

Así, a mediados de 2010, el fondo soberano de Singapur, Temasek Holdings, anunció que había llegado a un acuerdo con Impulsora Mexicana de Desarrollos Inmobiliarios (IMDI) para establecer una empresa conjun-

ta de 200 millones de dólares que buscará oportunidades en negocios de viviendas accesibles en México, abriendo paso así a sus primeras inversiones en el continente de la mano de sus recién creadas oficinas de México y Brasil. Mientras tanto, la cadena tailandesa Banyan Tree decidía invertir 180 millones de dólares en la construcción de dos hoteles en México. También a mediados del año 2010, Chile y Malasia cerraron un acuerdo de tratado de libre comercio después de tres años de negociaciones. Por su parte, Corea se comprometió a aportar entre 122 y 325 millones de dólares para ser nuevo miembro del Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE).

La irrupción de China en América Latina está desplazando a Japón como primer socio asiático en el continente. También está provocando una mayor actividad en el continente: más allá de Japón y China, ahora le están saliendo más novias asiáticas. Este coqueteo entre ambos continentes no hace más que reflejar, una vez más, cuánto se están reconfigurando las relaciones económicas mundiales y, en particular, las relaciones sur-sur, que están cobrando cada vez más protagonismo en los flujos financieros, industriales y comerciales mundiales ::



[iStockphoto]/Thinkstock.

<sup>2</sup> Véase Gallagher, Kevin P. and Porzecanski, Roberto: *The Dragon in the Room: China and the Future of Latin American Industrialization*, Stanford University Press, 2010.



# Incoterms 2010: una realidad



iStockphoto/Thinkstock

Vista nocturna del puerto de Hamburgo.

Después de una década de aplicación de los Incoterms 2000, el pasado mes de julio, la Cámara de Comercio Internacional aprobó los nuevos cambios en los tan conocidos términos de comercio internacional, cuya versión pasará a ser Incoterms 2010 y que entrará en vigor el próximo 1 de enero de 2011. Los Incoterms 2010 han introducido múltiples cambios respecto de la versión de 2000, pero habrá que esperar a la respuesta de la práctica para valorar el éxito de esta reforma.

Virginia González Pérez

## ¿QUÉ SON LOS INCOTERMS?

Los Incoterms fueron creados por la Cámara de Comercio Internacional (CCI) con la finalidad de aumentar la seguridad jurídica en las compraventas internacionales. Uno de los principales inconvenientes que estas operaciones afrontaba era la diversidad de soluciones que proporcionaban los ordenamientos nacionales. Para acabar o, al menos, reducir este problema, la CCI creó unas reglas cuya utilización aseguraba que los principales términos de las compraventas internacionales se interpretaran igual en todo el mundo, con independencia de la nacionalidad o del domicilio de las partes. Y esa finalidad es la que continúa rigiendo hoy en día.

## ¿QUÉ NATURALEZA CONTRACTUAL TIENEN LOS INCOTERMS?

La naturaleza contractual de los Incoterms genera diversas consecuencias que vale la pena comentar. En primer lugar, es necesario incorporarlos al contrato para que surtan eficacia en la relación entre el

vendedor y el comprador. Ahora bien, las partes pueden incorporar la versión que quieran. Es decir, no necesitan someterse forzosamente a las reglas de 2010, sino que pueden continuar refiriéndose a las anteriores.

En segundo lugar, las partes pueden introducir variantes, es decir, pueden modificar el contenido de los Incoterms. Y esta posibilidad es bastante frecuente en la praxis, como refleja la fórmula por todos conocida «EXW loaded». La introducción de la versión de 2010 advierte de los problemas que esta práctica genera, como se verá después, pues las variantes pueden interpretarse de diverso modo, y no sólo por los tribunales de los diversos Estados, sino también por las partes del contrato, de ahí que recomiende especificar en el contrato de forma clara cuál es la finalidad perseguida con la modificación.

En tercer lugar, la libertad de las partes aparece limitada por las normas imperativas. En efecto, la naturaleza contractual de los Incoterms determina que

deban sucumbir ante las previsiones legales de naturaleza imperativa. Así sucede, por ejemplo, con la regulación aduanera, que puede establecer soluciones diversas a las previstas por los Incoterms o a las elegidas por las partes.

### ¿SE PUEDEN USAR LOS INCOTERMS PARA COMPRAVENTAS NACIONALES O, ÚNICAMENTE, PARA INTERNACIONALES?

Originalmente, los Incoterms nacieron al albor del comercio internacional. Tal como se desprende de los fonemas que generan el acrónimo (*international commercial terms*), estaban pensadas para operaciones transnacionales, aunque nunca se estableció criterio de internacionalidad alguno. En la versión de 2000 ya se previó que los Incoterms también se podían utilizar para las compraventas nacionales. La versión 2010 profundiza en la cuestión, señalando en su introducción que pueden utilizarse tanto en operaciones nacionales como en internacionales.

### ¿QUÉ DETERMINAN LOS INCOTERMS?

Hay que destacar, sin embargo, que resulta muy frecuente interpretar incorrectamente que los Incoterms se aplican al contrato de transporte y no al de compraventa y, además, paradójicamente, se da por sentado erróneamente que regulan todas las obligaciones que las partes deseen incluir en el contrato de compraventa. Esto no es así.

La CCI siempre ha destacado que los Incoterms se ocupan de la relación entre vendedores y compradores en un contrato de compraventa e, incluso, en la nueva versión de 2010, advierte de que no se regula el precio, ni el método de pago, ni la transmisión de la propiedad de las mercancías, ni las consecuencias del incumplimiento, añadiendo, en este sentido, que, respecto de estas cuestiones y todas las demás que no son abordadas por

los Incoterms, deberá estarse a las previsiones del contrato, si es que existen, o de la ley aplicable.

### La eficacia de los Incoterms depende de que las partes las hayan incorporado a su contrato, es decir, sólo se aplican cuando el vendedor y el comprador se someten a las reglas de la CCI

En consecuencia, los Incoterms únicamente determinan los siguientes aspectos:

- El alcance del precio.
- En qué momento y dónde se produce la transferencia de riesgos sobre la mercancía del vendedor hacia el comprador.
- El lugar de entrega de la mercancía.
- Quién contrata y paga el transporte.
- Quién contrata y paga el seguro.
- Qué documentos tramita cada parte y su coste.

### ¿QUÉ DIFERENCIAS EXISTEN ENTRE LOS INCOTERMS 2000 Y LOS INCOTERMS 2010?

Dentro de los cambios generados, se encuentra la reducción en el número de términos, que pasan de 13 a 11. Estos nuevos cambios incluyen la eliminación de los Incoterms DAF (*delivered at frontier*), DES (*delivered exship*), DEQ (*delivered exquay*) y DDU (*delivered duty unpaid*), solamente se mantiene DDP (*delivered duty paid*) y se da creación e implementación de los siguientes:

- DAT (*delivered at terminal*). Sirve para todo tipo de transporte. Se refiere a entrega en el puerto de destino, después de descargado. DAT significa que el vendedor realiza la entrega cuando la mercancía, después de haber sido descargada de los medios de transporte utilizados, es puesta a disposición del comprador en un lugar determinado en el puerto o lugar de destino.

DAT exige al vendedor despachar la mercancía para la exportación y asumir los costes y riesgos inherentes al transporte de la mercancía al punto especificado en el contrato. El seguro de transporte principal es también a cargo del vendedor, si bien su contratación no es obligatoria.

El comprador asume la obligación de despachar la mercancía para su importación, pagar impuestos o derechos de importación y llevar a cabo los trámites aduaneros.

- DAP (*delivered at place/point*). Reemplaza a DAF y DDU. Sirve para todo tipo de transporte. Se refiere a entregas en el país de destino en un lugar acordado. Permite una mayor flexibilidad respecto al punto de entrega.

DAP significa que el vendedor entrega la mercancía cuando se pone a disposición del comprador sobre los medios de transporte utilizados y lista para ser descargada en el lugar de destino determinado.

DAP exige al vendedor despachar la mercancía para la exportación y asumir la responsabilidad y riesgos inherentes a la entrega de la misma en el lugar convenido, así como los costes por no despachar oportunamente la mercancía para la importación (demoras). El seguro de transporte principal es también a cargo del vendedor, si bien su contratación no es obligatoria.

Las partes deben especificar de la manera más precisa posible un punto dentro del lugar de destino acordado, pues será en ese punto donde se transmitan los riesgos del vendedor al comprador.

El comprador es responsable de efectuar las formalidades aduaneras de importación, pa-

gar los trámites, derechos de aduana, impuestos y otras cargas exigibles a la importación en el país de destino en el momento de entrega en el punto convenido.

### EN CONSECUENCIA, CON ESTAS MODIFICACIONES, ¿CÓMO HAN QUEDADO CLASIFICADOS LOS INCOTERMS 2010?

Los demás Incoterms se mantienen en su redacción actual, clasificándose ahora los Incoterms 2010 en dos categorías solamente y desapareciendo, por tanto, la anterior clasificación en cuatro grupos (E, F, C y D):

1. *Any mode of transport* - cualquier medio de transporte (Incoterms «multimodales»)
  - CIP - *carriage and insurance paid*, transporte y seguro pagado hasta.
  - CPT - *carriage paid to*, transporte pagado hasta.
  - DAP - *delivered at place*, entregada en el lugar.
  - DAT - *delivered at terminal*, entregada en la terminal.
  - DDP - *delivered duty paid*, entregada derechos pagados.
  - EXW - *ex works*, en fábrica.
  - FCA - *free carrier*, franco transportista.
2. *Sea and inland waterway transport only* - sólo por mar y demás medios de transporte navegables (Incoterms «sólo marítimos»)
  - CFR - *cost and freight*, coste y flete.
  - CIF - *cost, insurance and freight*, coste, seguro y flete.
  - FAS - *free alongside ship*, franco junto al buque.
  - FOB - *free on board*, franco a bordo del buque.

### ¿QUÉ OTRAS NOVEDADES INTRODUCEN LOS INCOTERMS 2010?

A parte de las anteriormente comentadas novedades de reducción a 11 y nueva clasificación de los mismos, esta nueva versión introduce otras novedades, además de



[iStockphoto]/Thinkstock.

incorporar más notas explicativas, de gran utilidad para el correcto uso de los Incoterms.

Así, destacar que la CCI desaconseja expresamente las cláusulas EXW en las ventas internacionales, pues no incluye la carga de la mercancía en los vehículos de transporte, cuando, en la práctica, suele realizarla la parte vendedora, por lo que resultaría más adecuado, por norma general, el

**La CCI ha realizado una revisión importante de los Incoterms 2000, reduciéndolos de 13 a 11, eliminando cuatro y creando dos nuevos**

término FCA.

También se recomienda el uso de FCA, CPT y CIP para contenedores, frente a los habituales FOB, CFR y CIF, ya que los primeros reducen el riesgo de pérdida o destrucción de la mercancía para el vendedor.

Otro cambio impactante es el punto crítico en la distribución del riesgo de contraprestación en las ventas FOB, CFR y CIF. Hasta la versión de 2010, el criterio era la borda del buque: el vendedor corría con el riesgo de contraprestación hasta que las mercancías traspasaban la borda del buque. A partir de ese momento, el riesgo gravaba sobre el comprador. El significado preciso de la «borda» del buque generaba problemas, pues no

aparecía determinado en las reglas de la CCI. Mayoritariamente se identificaba la borda con la línea imaginaria perpendicular al costado del buque. Las reglas Incoterms 2010 han cambiado de criterio. Los términos FOB, CFR y CIF disponen que el vendedor cumple su obligación de entrega cuando las mercancías se ponen a bordo del buque. La variación es mínima, pues se desplaza el punto crítico desde el traspaso de la borda a la ubicación en el buque. La introducción de la nueva versión explica que el nuevo criterio «refleja con más precisión la realidad comercial actual y evita la imagen, bastante anticuada, del riesgo oscilando de un lado a otro sobre una línea perpendicular imaginaria».

### ¿CUÁNDO ENTRAN EN VIGOR LOS NUEVOS INCOTERMS 2010?

Los Incoterms 2010 entrarán en vigor el próximo 1 de enero del 2011 y, en principio, sustituirán a los Incoterms 2000. Ahora bien, como se indica anteriormente, si vendedores y compradores lo desean y lo expresan documentalmente, aun a partir del 2011, van a poder seguir regulando sus compraventas de acuerdo a los Incoterms 2000. En ese sentido, valga recordar que los Incoterms no son leyes que se derogan automáticamente en cuanto aparecen otras nuevas ::





«Lo importante es que Estados Unidos, la Unión Europea y China se pongan de acuerdo sobre cómo reducir los desequilibrios comerciales, financieros y presupuestarios»

**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

## No hay marcha atrás

A menudo me preguntan si resultaría posible regresar al mundo ordenado y predecible de Bretton Woods, en el que las turbulencias económicas y financieras eran mínimas y no se produjo ninguna crisis bancaria de trascendencia. Se trata del período de crecimiento sostenido en la economía global desde el final de la Segunda Guerra Mundial hasta principios de los años setenta, la llamada *pax americana*. El dólar era indiscutiblemente la moneda de referencia y de reserva y la economía estadounidense suponía más de la mitad del producto mundial. Esta situación es algo del pasado: la respuesta a la pregunta es que no es posible regresar al mundo de Bretton Woods.

Bienvenidos al siglo XXI. En los países más desarrollados, no se verifica un crecimiento sostenido y el desempleo se mantiene elevado. El sector financiero se encuentra apesadumbrado. Los desequilibrios comerciales, financieros y presupuestarios son la regla general. Eso sí, las economías emergentes crecen sin cesar. No es un mundo dominado por un sólo poder económico y financiero, sino más bien un mundo policéntrico, en el que Estados Unidos, la Unión Europea, China y Japón comparten el escenario como protagonistas, junto a una serie de otras economías ascendentes como Brasil, India o Rusia. El club nuclear incluye a casi una decena de países. Los problemas de seguridad y de violencia se manifiestan sobre todo en términos de Estados fallidos, como Sudán, Somalia, Irak o Afganistán, y en términos de terrorismo. La situación no podría ser más distinta que la del siglo XX, aquel que comenzara en 1901 con el fallecimiento de la Reina Victoria y terminara en 2001 con los ataques terroristas en Estados Unidos.

Resulta imposible recrear las condiciones de 1944, cuando Estados Unidos y

el Reino Unido diseñaron en Bretton Woods la arquitectura económica y financiera global de la posguerra. Se antoja inconcebible, por ejemplo, el establecimiento de un sistema de cambio de monedas rígido y de controles de capital. Además, no existe una economía y una moneda dominantes que sirvan de anclaje del sistema. La realidad es que el G-20 tiene que ponerse de acuerdo sobre la mejor manera de dotar a la economía global de una cierta dosis de estabilidad. Personalmente, creo que lo importante es que Estados Unidos, la Unión Europea y China se pongan de acuerdo sobre cómo reducir los desequilibrios comerciales, financieros y presupuestarios. Japón puede desempeñar un papel constructivo, pero no es pieza fundamental de un acuerdo, al contrario de la situación en 1985, año en el que Estados Unidos, Japón y Alemania acordaron una depreciación ordenada del dólar precisamente para corregir otros desequilibrios importantes (el Reino Unido y Francia también fueron parte del acuerdo, pero no eran fundamentales para su consecución).

Pienso que la economía global necesita un acuerdo tripartito entre Estados Unidos, la eurozona y China. Este G-3 supone las dos terceras partes de la economía global y concentra el poder financiero. El acuerdo debería guiarse por una serie de actuaciones a corto y a medio plazo que permitan a las economías estadounidense y europeas recuperar el crecimiento y reducir el desempleo, al mismo tiempo que la economía china desarrolla su mercado y demanda interiores. Un realineamiento monetario es fundamental, pero también una discusión sobre competitividad y sobre modelos de crecimiento. De este acuerdo depende, en mi opinión, si el siglo XXI pasará a la historia como un siglo exitoso o calamitoso ::

# Prueba de estrés para los «hedge funds»

Durante los tres primeros trimestres del año, hemos asistido a una importante prueba de estrés que se ha saldado de forma positiva por parte de los *hedge funds*, reforzando si cabe aún más los beneficios de diversificación de este *asset class* y su capacidad de adaptación a un entorno de mercado especialmente difícil a raíz de las dudas instauradas entre los inversores acerca de la recuperación económica global y la crisis soberana de los países periféricos del área euro.

Alberto Vázquez Sariego



[iStockphoto]/Thinkstock.

El posicionamiento defensivo adoptado por los gestores y la diversidad de estrategias que implementan se han configurado como elementos claves a la hora de explicar el *outperformance* en lo que va de año sobre los activos bursátiles, que, a cierre de septiembre, superaba el 5% (*hedge funds* 5,98% y, MSCI World 0,92%). Desde septiembre de 2008, punto álgido de la crisis *subprime*, estos vehículos de inversión se han revalorizado de media un 12,8% frente a una caída del 0,3% de la renta variable mundial y todo ello con una volatilidad notablemente inferior: los *hedge funds* registran una volatilidad realizada en este período del 8,1% frente al 26,0% de la renta variable.

Un hecho destacable ocurrido a lo largo del tercer trimestre tuvo lugar en septiembre, cuando los *hedge funds* recuperaron totalmente la pérdida que experimentaron entre junio y diciembre de 2008, la cual ascendió a un 19,5%, la mayor de toda su historia. En este sentido, a cierre de septiembre, los *hed-*

el tercer trimestre del año, los flujos monetarios dirigidos hacia los *hedge funds* hayan totalizado casi 14.000 millones de dólares, los mayores registrados desde el primer trimestre de 2008, superando de esta manera los flujos totales dirigidos hacia la industria en la primera mitad del año.

Durante el tercer trimestre, fueron especialmente destacable los *inflows* dirigidos hacia la estrategia *event-driven*, con casi 4.000 millones de dólares, mientras que, en lo que llevamos de año, la estrategia estrella sigue siendo *global macro*, al contabilizar unos *inflows* de 11.000 millones de dólares. Esta cifra viene a demostrar el interés de los inversores por las estrategias tácticas diversificadas, las cuales han demostrado históricamente ser capaces de resistir mejor los entornos de mercado más volátiles.

**En lo que llevamos de año, la estrategia estrella sigue siendo *global macro*, al contabilizar unos *inflows* de 11.000 millones de dólares**

#### RENTABILIDADES EN OCTUBRE DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS (%)

|                              | oct-10 | sep-10 | YTD*  |
|------------------------------|--------|--------|-------|
| <i>Convertible arb</i>       | 2,0    | 1,1    | 9,6   |
| <i>Short bias</i>            | -3,6   | -11,3  | -15,6 |
| <i>Emerging markets</i>      | 2,2    | 4,8    | 10,1  |
| <i>Equity market neutral</i> | 0,9    | 3,7    | 0,0   |
| <i>Event driven</i>          | 1,8    | 3,2    | 8,2   |
| <i>Fixed-income arb</i>      | 1,1    | 1,6    | 11,0  |
| <i>Global macro</i>          | 1,6    | 2,7    | 11,1  |
| <i>Long-short equity</i>     | 2,0    | 5,1    | 5,2   |
| <i>Managed futures</i>       | 4,3    | 2,8    | 11,0  |
| <i>Hedge fund index</i>      | 1,9    | 3,4    | 8,0   |
| MSCI World                   | 3,7    | 9,1    | 4,6   |

\* A 31-10-2010.

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

*ge funds* se encuentran un 1,2% por encima de su *high-water mark* marcado en junio de 2008, una cifra diametralmente opuesta a la que muestra la renta variable, la cual se encuentra casi un 30% por debajo de su máximo registrado en octubre de 2007.

**A cierre de septiembre, los *hedge funds* se encuentran un 1,2% por encima de su *high-water mark* marcado en junio de 2008**

En la medida en que el índice global de CSFB/Tremont que consideramos en nuestro análisis es un *proxy* de la industria global, esta serie sugiere que la mayoría de *hedge funds* han recuperado su máximo *drawdown*, permitiendo de esta manera a los gestores volver a devengar comisiones de éxito.

Esta mejoría en el *performance*, unida a la mayor confianza mostrada por los inversores en el entorno económico actual, ha permitido que, durante

También en lo que va de año, la industria ha recibido unos *inflows* netos de más de 16.000 millones de dólares y los activos bajo gestión se estiman actualmente en 1.600 miles de millones de dólares, unas cifras que sugieren un retorno todavía cauteloso de los inversores a la industria *hedge*, buscando el atractivo perfil de rentabilidad-riesgo de estos productos, así como su potencial diversificador con los activos tradicionales.

#### ¿CÓMO EMPIEZA EL CUARTO TRIMESTRE?

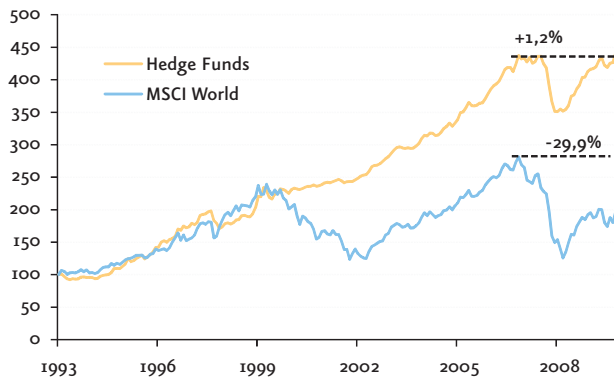
Tras un mes de septiembre especialmente favorable para los activos de riesgo, en octubre hemos asistido a una continuación de esta tendencia positiva, lo cual ha quedado plasmado en unas revalorizaciones bursátiles que, en el caso del MSCI World, ascendió al 3,65%.

La potencial ampliación del programa de compra de activos por parte de la Reserva Federal, debido a unas señales cada vez más evidentes de pérdida de pulso del mercado laboral e inmobiliario en Estados Unidos, ha servido de estímulo para las cotizaciones bursátiles, que registran, en lo que va de año, una revalorización del 4,60%. Este renovado sentimiento de optimismo instaurado entre los inversores tuvo un mes más su traslación al universo *hedge*, al revalorizarse en octubre un 1,92%, lo cual deja la rentabilidad en lo que va de año en el 8,02%.

Con la única excepción de la estrategia *short bias* (-3,60%), penalizada por el impacto positivo que ha tenido sobre las cotizaciones de las pequeñas y medianas compañías las continua oleada de rumores y operaciones corporativas de los últimos meses, las restantes nueve estrategias han cerrado el mes

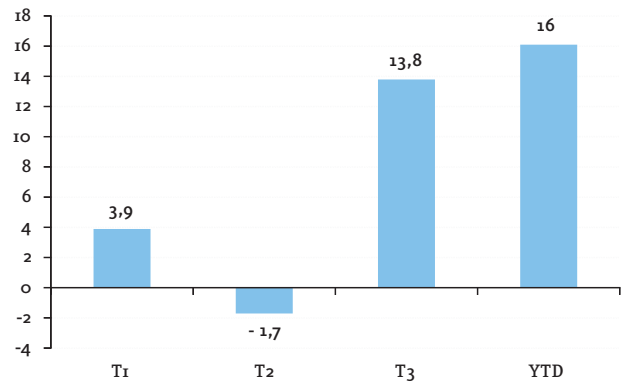


**Hedge funds y renta variable global representada por el MSCI World desde diciembre de 1993 (índice)**



Fuente: elaboración a propia a partir de datos CSFB/Tremont.

**Flujos trimestrales dirigidos hacia la industria de hedge funds en 2010 (miles de millones de dólares)**



Fuente: elaboración a propia a partir de datos CSFB/Tremont.

en terreno positivo, siendo *managed futures*, con un 4,29%, la estrategia estrella en octubre, al capitalizar el momentum positivo de las materias primas agrícolas, entre ellas el azúcar, el trigo y el maíz.

**La potencial ampliación del programa de compra de activos por parte de la Reserva Federal ha servido de estímulo para las cotizaciones bursátiles**

Al igual que ocurriera en el mes de septiembre, las estrategias más focalizadas en la renta variable, como *long short equity* y *emerging markets*, han vuelto a tener un excelente comportamiento en octubre, en parte, debido a la caída desde máximos de la correlación entre los activos bursátiles.

En este sentido, el posicionamiento largo de los gestores *long short equity* en los sectores TMT (tecnología, media y telecomunicaciones) hizo posible que registraran el pasado mes una revalorización del 2%. Por su parte, *emerging markets*, con una rentabilidad del 2,21%, ha sido la segunda estrategia más destacada tras *managed futures*, impulsada por 1) la campaña de resultados empresariales y 2) las noticias provenientes de Estados en lo que respecta a la posibilidad de ampliar su estímulo monetario. Por último, event driven registró una subida del 1,80%, 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* ::



[iStockphoto/Thinkstock.

# El riesgo soberano otra vez a escena



La tensión desatada por el rescate a Irlanda y el traslado de la presión al resto de emisores soberanos del área euro ha sido el factor que ha presidido el comportamiento del mercado de divisas, dejando en un segundo plano la política monetaria heterodoxa de la Reserva Federal. Analizamos las claves para los próximos meses.

*Pablo Guijarro*

## IRLANDA TOMA EL RELEVO DE GRECIA

El primer semestre de 2010 se caracterizó por una extraordinaria tensión en los mercados de deuda soberana a raíz de las dudas que despertó la capacidad de refinanciación del Tesoro de Grecia. El episodio de tensión en los mercados se saldó con la aprobación de distintos mecanismos multilaterales, con protagonismo de la Comisión Europea y del FMI entre otros, para atajar potenciales problemas no sólo en Grecia, sino en cualquier otra economía del área euro.

**La tensión en los mercados de deuda soberana del área euro vuelve a condicionar el comportamiento del mercado de divisas**

Tras la aprobación de los mecanismos, el estrés de los mercados remitió y, con él, se produjo una recuperación del euro, que se apreció más de un 18% frente al dólar entre junio y septiembre. En este período, el mercado relajó su percepción de riesgos

[iStockphoto/Thinkstock.

en el área euro y centró su atención en las señales de desaceleración de EEUU, que llevaron a la Reserva Federal a aprobar un nuevo paquete de intervención en los mercados financieros en forma de compras de deuda del Tesoro de EEUU.

### En presencia de inestabilidad en el mercado de deuda pública del área euro, la tendencia de depreciación del euro es susceptible de continuar

Noviembre, sin embargo, ha deparado un nuevo brote de tensión en los mercados de deuda soberana en el área euro de la mano esta vez de Irlanda, economía que, en la fase inicial de la crisis, había aprobado la garantía de la práctica totalidad de los pasivos bancarios de su sistema financiero, una medida ambiciosa cuyo objetivo era reforzar la confianza de los mercados en un momento crítico, pero que el paso del tiempo y la mala salud del sistema financiero se han encargado de revelar como perversa.

#### EL EURO, PRINCIPAL DAMNIFICADO

La incertidumbre de las últimas semanas ha provocado que el mercado haya vuelto a poner en precio (aunque con menor intensidad) un escenario presidido no sólo por las dificultades de las economías para captar financiación en el mercado, sino también por las dudas acerca de la sostenibilidad del área euro.

El euro ha sido la principal variable que ha recogido el castigo, con una depreciación que ha llevado su tipo de cambio frente al dólar desde los niveles de 1,42 observados a final de octubre hasta la cota de 1,33 dólares/euros en la parte final de noviembre. De

cara a los próximos meses, y en la medida en la que la incertidumbre sobre el futuro del área euro no se disipe, la moneda europea seguirá sometida a presión en sus principales cruces y no descartamos aproximaciones a la cota de 1,30 o inferiores.

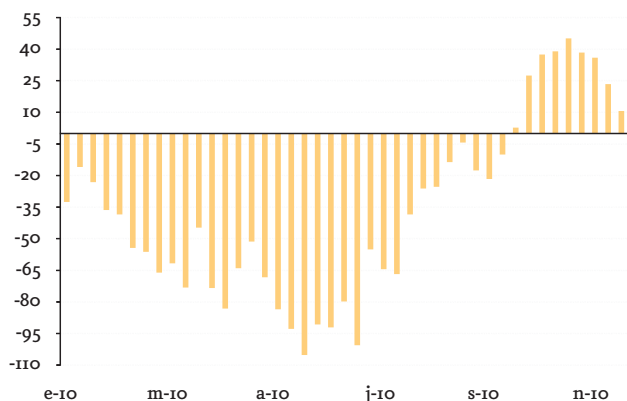
En este contexto, y habida cuenta de la volatilidad que preside el mercado de divisas en los últimos trimestres, recomendamos cubrir cobros en dólares ante aproximaciones a los niveles mencionados con anterioridad. De la misma manera, potenciales movimientos hacia la cota de 1,40 dólares/euros, que no pueden descartarse si Europa avanza en la recuperación de confianza de los mercados financieros y las divergencias en política monetaria entre la Reserva Federal y el BCE toman el relevo, deberían ser aprovechadas para garantizar el tipo de cambio de pagos en dólares que vayan a tener lugar durante los próximos 12 meses.

#### ÍNDICE DE RUPTURA DEL ÁREA EURO

El índice Afi de riesgo de ruptura del área euro es un indicador sintético de distintos índices que ilustran la mayor o menor desconfianza de los mercados financieros en la sostenibilidad del área euro.

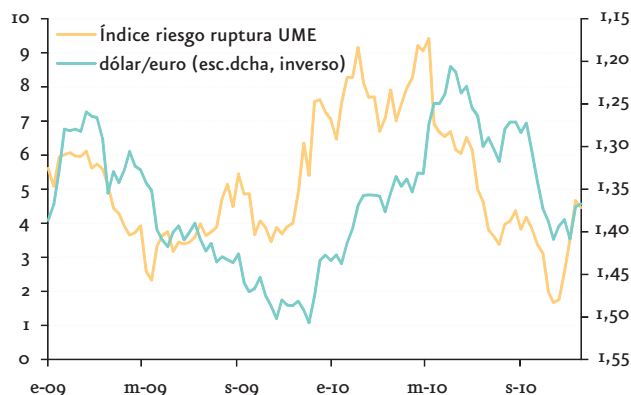
El índice considera, entre otras variables como el posicionamiento del mercado en derivados sobre el tipo de cambio dólar/euro, la correlación entre los tipos de interés de los emisores soberanos del área euro y Alemania, el diferencial existente entre las referencias a 10 años de dichos emisores y el Tesoro de Alemania o el *basis swap* dólar/euro a un año. Se calcula con frecuencia semanal y toma valores entre cero y 10, siendo cero el valor asociado a menor percepción de ruptura en los mercados europeos ::

Posicionamiento del mercado en derivados sobre tipo de cambio dólar/euro



Nota: un número positivo indica un posicionamiento favorable al euro.  
Fuente: elaboración propia, Chicago Mercantile Exchange.

Índice Afi de riesgo de ruptura del área euro y tipo de cambio dólar/euro



Fuente: elaboración propia, Fixing BCE.

# Tensionamiento monetario en Asia: ¿hasta cuándo?

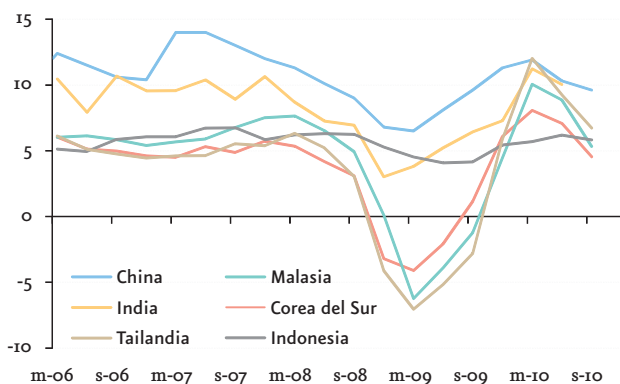
El sólido crecimiento de las economías asiáticas y su impacto sobre la inflación han llevado a los bancos centrales a tensionar las condiciones monetarias, movimiento que contrasta con la laxitud de la política monetaria en las economías avanzadas. Las divergencias en la dirección de la política monetaria han conducido a las divisas asiáticas a apreciarse con cierta intensidad frente al dólar, provocando intervenciones en el mercado de divisas y la introducción de controles a la entrada de capitales.

Álvaro Lissón

Los datos de crecimiento del PIB correspondientes al tercer trimestre de 2010 confirman el buen estado de las economías asiáticas. China, con un crecimiento del 9,5% interanual, lidera el crecimiento

de la región, mientras que otros, como India, Indonesia, Tailandia o Malasia, crecen por encima del 5%. La buena noticia, sin duda, reside en el generalizado mayor empuje de la demanda interna en un contexto en el que comienzan a observarse moderaciones en la demanda externa.

PIB en economías asiáticas (%)



Fuente: elaboración propia a partir de Ecwin.

**El sólido crecimiento de las economías asiáticas y su impacto sobre la inflación han llevado a los bancos centrales a iniciar el tensionamiento de las condiciones monetarias**

Una de las implicaciones del mayor empuje de la demanda interna está siendo la aparición de las primeras presiones inflacionistas, lo que está llevando a gran parte de los bancos centrales a la normalización de los tipos de interés de referencia desde los niveles mínimos en los que se situaron con la crisis económica. Éste es el caso del Banco Central de la India, de Corea del Sur, de Tailandia y, sobre todo, de China, donde las medidas introducidas para contener los precios se han multiplicado. El Banco Central chino co-



## Índice de divisas asiáticas frente al dólar



Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

menzó a principios de año a elevar de forma progresiva el coeficiente de reservas exigido a los bancos comerciales (desde entonces lo ha subido en 250 puntos básicos hasta el 18% para los bancos de mayor tamaño). El siguiente paso fue el anuncio de la flexibilización de la cotización del yuan, lo que suponía poner fin a 23 meses de anclaje de la cotización del tipo de cambio frente al dólar entre las cotas de 6,82 y 6,83 yuan/dólar, aunque con bandas de fluctuación máximas intradiarias (+/- 0,5%). Y, por último, hace apenas un mes, el Banco Central ha decidido elevar el tipo de interés de los depósitos hasta el 2,50% y el de los préstamos al 5,56%. Con esta subida de tipos, la primera desde 2007, el banco pretende contener la presión en precios registrada en la economía y que ha llevado al IPC al 4,4% interanual en octubre y marcar máximos de casi dos años. Una presión sobre la estabilidad de precios que se ha incrementado en las últimas semanas ante la subida de las materias primas agrícolas y que también podría filtrarse al resto de economías asiáticas.

### La apreciación de las divisas asiáticas podría frenar la intensidad de las subidas de los tipos de interés

Estos movimientos no dejan de reflejar un elemento de crucial importancia para la economía mundial y es el grado de confianza depositado en el ciclo económico, a pesar de que las economías más importantes del mundo siguen con los tipos anclados en mínimos y continúan inundando de liquidez la economía con el fin de consolidar la recuperación. Las divergencias en las direcciones de la política monetaria entre las economías asiáticas y las avanzadas han conducido a las divisas asiáticas a apreciarse con cierta intensidad frente a sus principales cruces y, en especial, contra el dólar. En lo que llevamos de año, divisas como el baht de Tailandia, la rupia de Indone-

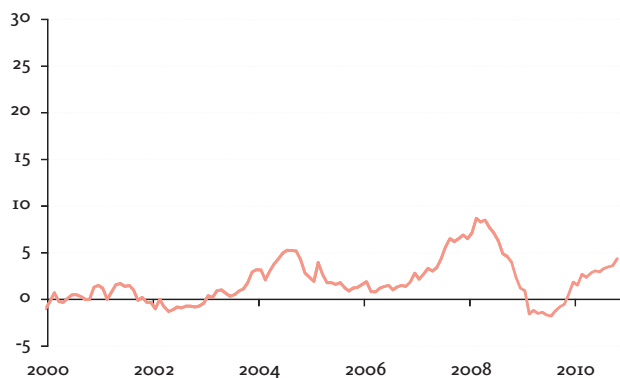
sia o el ringgit malayo se han apreciado entre un 5 y un 10% frente al dólar, mientras que el movimiento del yuan chino no está siendo tan abrupto: apenas se ha apreciado un 2,6% en línea con la intención del Banco Central de limitar el movimiento diario.

Ahora bien, es muy probable que la apreciación de las divisas termine por frenar el ciclo de subidas de tipos de interés, principalmente en aquellas economías que dependen en mayor medida de su sector exterior para crecer. Por el momento, la situación ha derivado en la adopción de medidas no convencionales, como la intervención en los mercados de divisas o la adopción de controles a la entrada de capitales con el fin de contener el posible impacto de una fuerte apreciación de las divisas domésticas sobre la dinámica de crecimiento de las exportaciones. Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Taiwán y China se han pronunciado al respecto, no descartándose que otros países entren en esa dinámica durante los próximos meses y teniendo en cuenta que es previsible que la presión apreciadora de las divisas persista.

Varios factores se encuentran detrás de esta expectativa: por un lado, el reciente anuncio de la Reserva Federal de ampliar el tamaño de su balance mediante la compra de activos (el importe final del nuevo programa de compras de activos asciende a 600.000 millones de dólares, articulado mediante una serie de compras mensuales con vencimiento en junio de 2011) y, por otro, la mayor fortaleza de las economías asiáticas en términos de fundamentos económicos. El diferencial favorable de crecimiento y de tipos de interés, la posición superavitaria de sus cuentas externas, la consolidación fiscal y, en muchos casos, la infravaloración de las divisas son factores que deberían seguir propiciando la entrada de flujos en Asia y la progresiva apreciación de las divisas ::

## Inflación en China

(%)



Fuente: elaboración propia a partir de Ecwin.



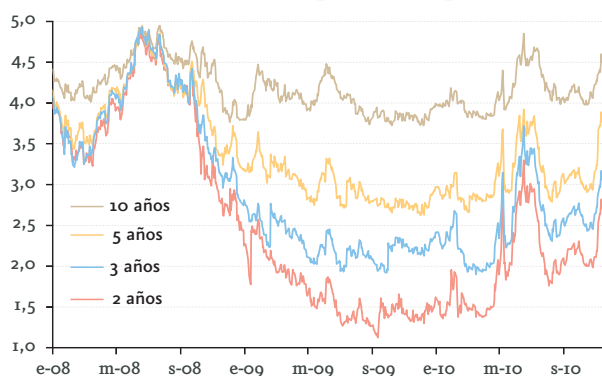
«Por lo que respecta a España, el castigo en los mercados debería ser inferior al observado en mayo y junio»

## Nuevos capítulos

En el momento de escribir estas líneas, Irlanda está marcando máximos históricos en su prima por riesgo de crédito. ¿Cuál es el motivo de este castigo si este país había sido en los últimos meses un ejemplo de ajuste fiscal y racionalización del gasto público? Su problema radica en la salud de su sistema financiero y en el compromiso de aval de forma generalizada de la deuda bancaria por parte del Gobierno. Con el paso de las semanas, se está poniendo de manifiesto que la enorme factura del «rescate» bancario en Irlanda puede suponer un lastre insostenible para las finanzas públicas. La situación crítica es, por lo tanto, una consecuencia más de la crisis financiera, de tal forma que parece que volvemos al punto de partida, en un círculo vicioso del que no somos capaces de salir.

Ahora bien, y por lo que respecta a España, entendemos que el castigo en los mercados debería ser inferior al observado en mayo y junio por varias razones.

TIR de la deuda pública española



Fuente: Bloomberg.

Una de ellas es la situación del sistema financiero y el ejercicio de transparencia que supuso la publicación de las pruebas de resistencia en julio. Adicionalmente a los

stress test, otro de los elementos que han mejorado la imagen de nuestro sistema financiero es el proceso de reestructuración llevado a cabo recientemente, de forma más intensa en las cajas de ahorros. Pero la tendencia a la concentración también

se ha iniciado en las cooperativas de crédito, lo que, sumado a una operación de fusión en bancos, confirma que nuestro sistema financiero está avanzando en la reducción de tamaño, mejora de eficiencia y aumento de su rentabilidad a futuro.

Si la principal advertencia que se hace sobre nuestra economía es el elevado endeudamiento, parece obvio que una gran parte de la responsabilidad en la mejora de la confianza recaiga en aquellos agentes más endeudados, como son las grandes empresas. También aquí se acumulan señales positivas, tanto desde los procesos de desinversión implantados por varias de ellas (que, además, han generado plusvalías) como por la publicación de unos beneficios superiores a lo esperado y que constatan la salud de sus balances y que las inversiones que implicaron ese endeudamiento generan unos retornos que superan el coste de la financiación y garantizan, en consecuencia, su repago.

Otro de los factores diferenciales positivos en la actualidad respecto a la primavera pasada lo encontramos en los indicadores económicos. El PIB en el segundo trimestre consiguió avanzar un 0,2% en tasa trimestral que, aunque estuvo aupado por algunos factores expansivos temporales, cuando éstos se han agotado en el tercer trimestre no han provocado una recaída. Esta recuperación del PIB, junto con las medidas fiscales implantadas, han permitido una mejora en la ejecución presupuestaria que elevan considerablemente las probabilidades de cumplir con el objetivo de reducción del déficit público para 2010.

Desde la anterior «crisis de deuda» estamos tomando las decisiones exigidas por los inversores internacionales y, además, transmitiéndolas mejor. Pero es obvio que, a tenor de lo observado en los mercados financieros en los últimos días, aún queda mucho por hacer ::

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



# CUADRO DE MANDO

# Financiero

Miguel Arregui

## El castigo periférico se traslada a los mercados de crédito privado



[Hemera]/Thinkstock.

### Puntos destacados

- La reprecación del riesgo soberano ha sido el eje sobre el que se ha fundamentado el encarecimiento de la deuda pública del Estado desde finales de octubre.
- Esta tendencia está afectando de forma negativa al resto de agentes privados españoles en dos vertientes. Por un lado, el volumen de emisiones de deuda a mercado por parte de entidades españolas se ha reducido drásticamente. Ninguna empresa no financiera ha logrado colocar deuda en los mercados mayoristas en noviembre. Por otro, los diferenciales de deuda corporativa respecto a otras medidas de riesgo se han incrementado, aunque, eso sí, a un ritmo inferior al registrado por el Tesoro.
- Si bien es cierto que las condiciones de financiación para el sector privado se han endurecido en el transcurso del último mes, no es menos cierto que la posición en la que las empresas no financieras encaran esta situación se ha reforzado en los últimos meses. El ahorro de las entidades no financieras es de unos 115.000 millones de euros.

La percepción de riesgo soberano en el entorno UME se ha intensificado de forma exponencial en las últimas semanas. Este incremento de tipos ha afectado de forma particularmente notoria a la deuda pública española.

El incremento de tipos del Tesoro en este contexto es una mala noticia para los agentes privados en la medida en la que el nivel al que el Tesoro establece su coste de financiación suele servir como «suelo» para la fijación del coste mínimo al que el resto de agentes privados de esa economía es capaz de obtener financiación en mercados.

De esta forma, estamos asistiendo a un proceso de repunte de tipos generalizado en un entorno más restrictivo para la captación de liquidez.

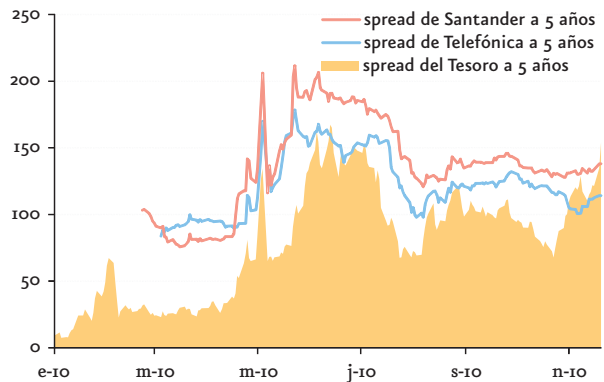
En este contexto, la situación financiera del sector corporativo en España es ahora más sana que al comienzo de la crisis. En este periodo de tiempo, las necesidades de financiación del sector se han reducido desde cerca de 120.000 millones de euros a comienzos de 2008 hasta 7.000 millones en el primer semestre de 2010.

La capacidad de ahorro de las empresas también ha crecido de forma consistente y ha dado soporte al proceso de reducción de la dependencia de financiación exterior del sector durante estos años. El ahorro a nivel empresarial en España se encuentra en los máximos del actual ciclo por encima de los 110.000 millones de euros.

La menor necesidad de financiación del sector corporativo ha venido acompañada en los últimos años de una reducción no sólo de la oferta de crédito (menor voluntad a prestar de las entidades financieras), sino también de la demanda, en un entorno caracterizado por la reducción de la apelación del sector empresarial a la financiación bancaria.

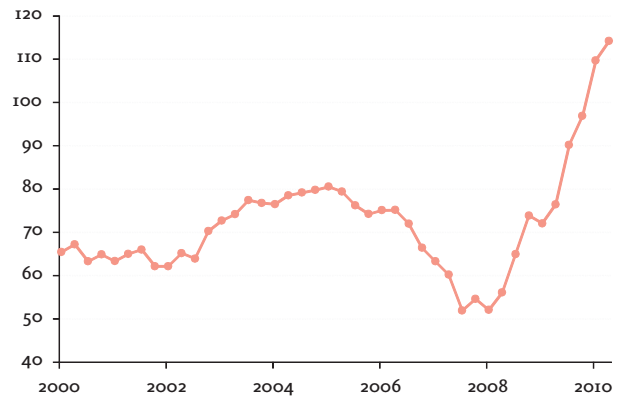
Sin embargo, la demanda de crédito por parte de las empresas está dando síntomas de una cierta recuperación en los últimos trimestres y, fundamentalmente, en lo que llevamos de año. El proceso de estabilización del saldo vivo de la deuda corporativa a nivel agregado frente al fuerte crecimiento registrado los años previos, la acumulación de ahorro de las empresas y el entorno de tipos de interés reducidos, podrían haber propiciado esta tendencia.

### Diferenciales frente a swap de deuda pública y privada de agentes españoles (pb)



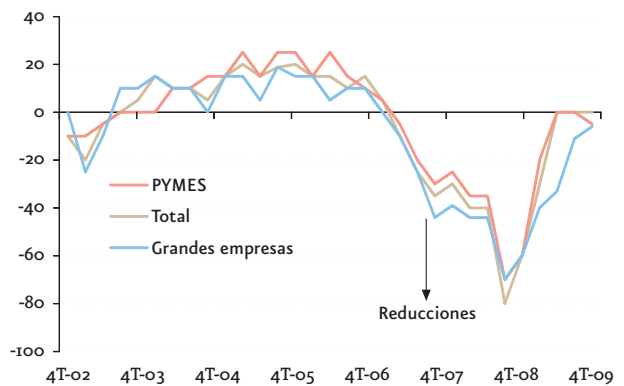
Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

### Ahorro de las empresas en España (miles de millones de euros)



Fuente: elaboración propia a partir de INE.

### Demanda de préstamos por parte del sector empresarial español



Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.





«No parece razonable que se utilice dinero público para rescatar a los acreedores privados, sobre todo si han adquirido la deuda con un fuerte descuento»

## La participación del sector privado en los paquetes de rescate

En las últimas semanas, ha vuelto al primer plano el debate sobre la participación del sector privado en los paquetes de rescate a los deudores soberanos (en inglés, *private sector involvement* o PSI). Este término adquirió cierto renombre en torno a la crisis argentina, como eufemismo para referirse a algún tipo de quiebra soberana o reestructuración de la deuda. Ahora ha vuelto a plantearse a raíz de una propuesta alemana -cuyos detalles se desconocen- sobre el nuevo mecanismo de resolución de crisis que se pretende incorporar al Tratado para sustituir al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, que expira en 2013 y sobre cuya legalidad parece que el Tribunal Constitucional alemán alberga ciertas dudas.

La racionalidad de la idea de PSI es clara: no parece razonable que se utilice dinero público para rescatar a los acreedores privados, sobre todo si han adquirido la deuda con un fuerte descuento (o, lo que es lo mismo, con tipos de interés muy elevados). De repetirse esta pauta, el incentivo para comportamientos irresponsables y arriesgados por parte del sector privado terminaría por destruir lo poco que quede de la llamada «disciplina de mercado».

El debate, no obstante, se centra en si las autoridades o los organismos internacionales deben facilitar las reestructuraciones de deuda o las quiebras soberanas. El impago por parte de un deudor es siempre una posibilidad, de ahí el riesgo de crédito; pero una posibilidad traumática, que impone costes elevados para el deudor, cuya reputación queda dañada seriamente y cuyo retorno a los mercados de capitales suele ser lento y penoso. Facilitar la reestructuración de deuda cuando esta es inevitable, impidiendo, por ejemplo, que una minoría de acreedores bloquee una reestructuración aprobada por la mayoría, es un objetivo

deseable; pero facilitar demasiado las suspensiones de pagos puede terminar siendo contraproducente.

En el debate que tuvo lugar en el FMI en torno a los años 2002 y 2003 se plantearon dos posibilidades: el llamado «enfoque estatutario», según el cual se debía crear un tribunal de arbitraje internacional que resolviera las disputas entre deudores y acreedores, y el «enfoque contractual», que abogaba por la introducción de cláusulas de acción colectiva (CAC) en la deuda de los países emergentes que permitiera reestructurarla con el acuerdo de una supermayoría de acreedores (en torno al 85%). Prevalció el segundo enfoque ante las enormes dificultades para la creación de un tribunal internacional tan poderoso.

Ahora, el Gobierno alemán replantea el asunto, pero dentro de la zona del euro. La diferencia importante respecto al debate de hace unos años en el FMI es que, entonces, la discusión se circunscribía a la deuda emitida en jurisdicción extranjera, generalmente denominada en moneda extranjera y en poder de no residentes, en tanto que la deuda de los países de la eurozona está emitida en su propia jurisdicción, en la moneda común, el euro, y muy distribuida entre los emisores nacionales y extranjeros. Un *default*, aunque indeseable, es siempre posible y mucho más fácil cuando se hace bajo la propia jurisdicción.

La cuestión es si debe condicionarse un paquete de ayuda a esta «participación del sector privado» y si debe incorporarse esta presunción en el Tratado. Como en cualquier operación de rescate, las autoridades deben manejar un cierto elemento de «ambigüedad constructiva». Una excesiva tipificación de los procedimientos en caso de quiebra es muy arriesgada y puede provocar, como de hecho ha ocurrido, una reacción muy negativa de los mercados ::

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

# La formación: una prioridad básica en tiempos de crisis



[Stockphoto]/Thinkstock.

La consultora Adecco Training acaba de hacer pública una encuesta de coyuntura realizada a cerca de 600 directores de RRHH y formación de la que se extraen importantes conclusiones en relación con la formación en las empresas tras más de dos años de crisis. Entre muchas de sus conclusiones, merece la pena destacar que, en contra de lo que en un primer momento se podía pensar, los presupuestos de formación no parecen haberse visto muy recortados.

Yolanda Antón

Según la encuesta de Adecco, tras más de dos años de crisis, en los que el tejido empresarial ha sufrido fuertes recortes de sus ventas y de sus plantillas, el 64,1% de las empresas afirma no haberse visto afectada por recortes en el presupuesto de formación. Esto demuestra que la inversión en la capacitación y el desarrollo del talento sigue siendo una prioridad básica en las organizaciones y más aun en tiempos de cambios constantes. De un lado, la creciente competencia, todavía

más voraz desde la crisis, y, de otro, los cambios motivados por las nuevas tecnologías que deben ser introducidos en el seno de las empresas han contribuido a que la mayoría de las compañías no dejen en este tiempo de prestar atención a la formación de sus empleados.

Además, las organizaciones han vivido fusiones y reestructuraciones de plantillas que han forzado a procesos de adaptación cultural, movilidad funcional y reducción

de los puestos duplicados, en los que la formación ha sido fundamental para su correcta consecución.

El 82,4% de empresas encuestadas afirma contar con un plan de formación anual, porcentaje que se aproxima al 100% en el caso de las compañías con mayor número de empleados.

En torno a la mitad de las empresas, afirma que la coyuntura económica de los últimos meses no ha afectado al presupuesto anual de formación, el cual no ha sufrido cambios respecto al ejercicio anterior. Un tercio de las empresas ha reducido su presupuesto, mientras que un porcentaje superior al 13% lo ha visto aumentar.

La reducción del número de acciones formativas, así como la mayor atención a los costes de las mismas, han sido las primeras medidas adoptadas ante las situaciones de recorte presupuestario, pero también se están esforzando por introducir el uso de herramientas 2.0 (aquellas surgidas de la web 2.0 o web social, que nos permiten dejar de ser un receptor de comunicación y pasar a tener la oportunidad de crear y compartir información y opiniones con los demás usuarios de internet) y se dibuja una tendencia clara hacia la reducción de horas en aula para combinar esta metodología con el *e-learning* para así reducir costes.

### La inversión en la capacitación y desarrollo del talento sigue siendo una prioridad básica en las organizaciones y más aun en tiempos de cambios constantes

En la actualidad, el uso de estas herramientas 2.0 son más un futuro que un presente, ya que sólo el 15% de las empresas encuestadas afirman estar empleándolas de una forma estratégica en sus planes de formación. El perfil de estas empresas es principalmente el de una multinacional a la vanguardia del uso de las nuevas tecnologías en todas las áreas y, por supuesto, también en la de la formación.



istockphoto/Thinkstock

Sin embargo, las previsiones muestran una tendencia clara por las 2.0 como aliado perfecto de la formación en un futuro. Así lo afirma el 80% de los encuestados, que cree que las nuevas tecnologías contarán con una muy alta o alta importancia en esta área.

El coste de oportunidad que supone para cualquier empresa el ausentar a un empleado de su puesto de trabajo también está acelerando la implantación de herramientas 2.0. La utilización de vídeos, *podcast*, píldoras, *online*, *webseminars*, etc., combinadas en su justa medida con formación presencial, hacen posible que los departamentos de formación puedan cubrir las necesidades formativas de los distintos colectivos de la organización, aun en entornos con recursos limitados.

En tiempos difíciles, la formación para los líderes es una de las prioridades de las empresas, ya que, cuando ésta se enfoca a los directivos, los resultados se revierten en la estrategia de la compañía. Son los directivos quienes gestionan y toman las decisiones de las empresas y su formación es esencial para el desarrollo y retención del talento. De ahí que los contenidos que tendrán mayor protagonismo en los planes de formación futuros en las empresas sean los dirigidos a las habilidades directivas (24%), seguidos a distancia de las habilidades comerciales, la formación técnica-industrial, la prevención en riesgos laborales y los idiomas.

Por lo que respecta a las metodologías utilizadas, el 96,5% de las empresas encuestadas afirma que la metodología presencial es una de las modalidades más utilizadas, destinando de media cerca de un 80% de su presupuesto de formación a la misma.

Frente a ella, las metodologías no presenciales, de manera aislada o combinadas con la presencial, continúan registrando una evolución creciente en los últimos años, tanto en número de acciones como en su porcentaje de inversión.

Así, en la era de las metodologías 2.0, el *e-learning* empieza a ganar terreno al taller en aula y se posiciona como la segunda metodología más habitual a la que recurren el 51,64% de las empresas encuestadas, con una inversión media del 24,63% del presupuesto total de formación.

### Las herramientas 2.0 serán el futuro de la formación, aunque hoy en día las emplean menos del 15% de las empresas

La encuesta se complementa con datos relativos a la externalización de la impartición. En este sentido, cerca del 93% de las empresas encuestadas externaliza la impartición de parte (70,47%) o todo su plan de formación (22,45%), lo cual demuestra la elevada profesionalización y calidad de servicio que las consultoras de formación han adquirido en los últimos años. Los aspectos más valorados a la hora de elegir un proveedor de formación son la calidad de los contenidos que éste ofrece, según el 27% de los encuestados, así como la flexibilidad en el diseño de programas y el conocimiento y experiencia sectoriales, para el 20 y 18%, respectivamente.

La consultora plantea como reto para el futuro avanzar en herramientas que nos permitan medir el impacto de los programas formativos en el negocio. Más allá de la evolución de la satisfacción, será esencial poder traducir la inversión en acciones formativas en variables críticas de negocio ::

# El negocio editorial en la era de internet

La distribución de contenidos en formato digital está forzando una redefinición de los modelos de negocio tradicionales de discográficas, productoras y editoriales. En el caso de la publicación de libros, la catarsis parece haberse acelerado debido a la rápida adopción de tabletas y lectores de libros electrónicos (*e-books*), cuyos usuarios están ávidos de títulos.

Álvaro Martín Enríquez

A estas alturas, es incuestionable que el mercado de la música ha cambiado mucho en los últimos años y podríamos identificar dos grandes hitos que han hecho posible esta transformación. El primero es la aparición de las aplicaciones de intercambio de ficheros (el famoso P2P), que tuvieron su auge a partir de la aparición de Napster en 1999. El segundo momento clave fue el lanzamiento en 2001 del iPod, el reproductor que masificaría el consumo de música descargada de la red.

Con un canal de distribución de bajo coste y con terminales de consumo adaptados al nuevo canal, la venta de música ha entrado en pleno declive. Sólo en el primer semestre de 2010, Promusicae reconoce una caída interanual de las ventas del 12,3%, que, en el caso de la música grabada en soporte físico, llega al 21,1%, equivalente a algo más de 15 millones de euros. Sin duda, las discográficas no han sabido anticipar el cambio y el nuevo mercado es, posiblemente, más pequeño que el que existía anteriormente.

Viendo la evolución del mercado musical, cabría esperar que otras industrias de contenidos hubieran podido asimilar las lecciones

aprendidas para no cometer los mismos errores. Y, sin embargo, por algo se dice que el hombre es el único animal que tropieza dos veces con la misma piedra. Desde las dos innovaciones disruptivas que alteraron el mercado discográfico, han pasado casi 10 años y es ahora cuando el sector editorial se enfrenta a un dilema similar. Pese a contar durante todo este tiempo con las mismas facilidades de distribución que la industria musical, la vertiente del consumo no había tenido un equivalente al iPod hasta la reciente aparición de lectores de libros electrónicos (como el Kindle de Amazon) y tabletas (el iPad de Apple, por ejemplo).

El mundo editorial se ha visto sorprendido por este cambio, con el agravante de haber contado con más tiempo que las discográficas para anticiparse. Desde el sector se apela a la piratería como causa para justificar el inminente batacazo y se ha apostado por ofrecer una alternativa al P2P y a las webs de descargas. En julio de este año, se puso en marcha Libranda, una iniciativa liderada por siete grandes grupos editoriales para vender libros digitales a través de la red. Lo que podría haber sido una gran noticia para los usuarios (una librería vir-

tual para acceder al instante a un gran catálogo de títulos) se ha convertido en un modelo cuestionado.

En primer lugar, Libranda no reduce el número de intermediarios, sino que, como ellos mismos indican en su web, «el modelo de negocio de Libranda permite respetar la cadena de valor del libro». Es decir, que se ha diseñado pensando en las editoriales y no en trasladar el ahorro de la distribución a los lectores. De hecho, lo que las editoriales proponen con Libranda es una plataforma de distribución mayorista, orientada a editoriales y librerías virtuales. El cliente deberá efectuar su compra en una tienda *online* especializada, donde podrá pagar un precio similar al de la versión en papel, pero con importantes limitaciones de uso impuestas por el *software* de gestión de derechos digitales (DRM) de Adobe, que impide realizar acciones cotidianas, como prestar un libro digital a un amigo o, simplemente, leerlo en un Kindle o un iPad, los dos lectores con mayor masa crítica de usuarios.

Vienen tiempos difíciles para el negocio editorial, pero, si de algo sirve la experiencia del negocio musical, es de que las únicas alternativas razonables son renovarse o morir ::



[Stockphoto]/Thinkstock.



# «Project finance» y contabilidad de coberturas: el test de eficacia

El desarrollo de la financiación de *project finance* relacionada, entre otros, con la construcción de autopistas, las infraestructuras de gas, las plantas de gestión de residuos o la industria petroquímica ha ido de la mano de la necesidad de contratar coberturas de tipos de interés o de cambio, con implicaciones en el ámbito de la contabilidad de coberturas y el test de eficacia.

Ignacio Blasco

## ESTRATEGIAS DE COBERTURA EN PROJECT FINANCE

La financiación asociada a *project finance* suele ir referenciada a tipos de interés variable e, incluso, puede designarse en moneda distinta de la funcional de la concesionaria. Para mitigar estos riesgos de tipos de interés o de tipos de cambio, se contratan instrumentos financieros. En lo que a cobertura de riesgos de tipos de interés se refiere, conviene resaltar que el clausulado de los contratos de financiación puede exigir la contratación de dichos instrumentos financieros por, al menos, un porcentaje del importe financiado. También la empresa puede optar por contratar instrumentos de cobertura como fruto de la propia política de gestión de riesgos de la dirección financiera de la entidad (véanse gráficos «Esquema con el gráfico de las estrategias de cobertura de flujos de efectivo de tipos de interés» y «Esquema con el gráfico de las estrategias de cobertura de flujos de efectivo de tipos de cambio»).

### En general, se presupone que los derivados financieros se contratan como de no cobertura, salvo que se cumplan ciertos requisitos

La contratación de instrumentos financieros tendrá repercusiones contables para la sociedad, que, en ocasiones, pueden ser relevantes. El conjunto de normas bajo las que se ampara la contabilización de los instrumentos financieros recoge un tratamiento específico para la contabilidad de coberturas, que es aplicable cuando se cumplen determinados criterios.

En resumen, la concesionaria cuenta con la opcionalidad de aplicar o no dicho tratamiento de la contabilidad de coberturas. En el último caso, el instrumento de cobertura será considerado como «no designado», «especulativo» o «no de cobertura». El reconocimiento a lo

largo de la vida de la operación del impacto en patrimonio y pérdidas y ganancias es distinto en los dos casos.

Como regla general, se presupone que los derivados financieros contratados son no designados de cobertura, salvo que cumplan ciertos requisitos para ser considerados como de cobertura, que se verán más adelante.

## CONTABILIDAD DE COBERTURAS EN PROJECT FINANCE: LA COBERTURA DE FLUJOS DE EFECTIVO

Las fuentes para la aplicabilidad de la contabilidad de coberturas son, de forma resumida, el apartado seis de la norma de valoración novena del nuevo plan general de contabilidad, publicado en el Real Decreto 1514/2007, y, en el ámbito de normativa contable internacional, la NIC-norma internacional de contabilidad- 39: instrumentos financieros: reconocimiento y valoración.

En la normativa se indica que, para que un derivado pueda ser considerado como de cobertura, es necesario que:

- La concesionaria de *project finance* opte por designar la relación de cobertura y que ésta sea documentada, describiendo la posición cubierta, el derivado de cobertura y la metodología para la evaluación de la eficacia.
- La cobertura sea altamente eficaz y pueda ser medida con fiabilidad. Para ello, se deberá plantear un test de eficacia.
- En el contexto de coberturas de flujos de efectivo, los flujos cubiertos sean ciertos o corresponda a una transacción cubierta que sea altamente probable. Esto se concreta en que la empresa tenga evidencias documentales que justifiquen que la operación de *project finance* se va a producir.

De entre las tipologías de coberturas recogidas en la normativa contable, son de aplicación en el presente ar-

título las coberturas de flujos de efectivo, que se definen como coberturas de riesgos ante la variabilidad de los flujos de efectivo de la compañía, tratando de estabilizar el coste financiero. En caso de que la empresa opte por designarlo como de cobertura y el test sea eficaz, podrá aplicar el siguiente tratamiento contable:

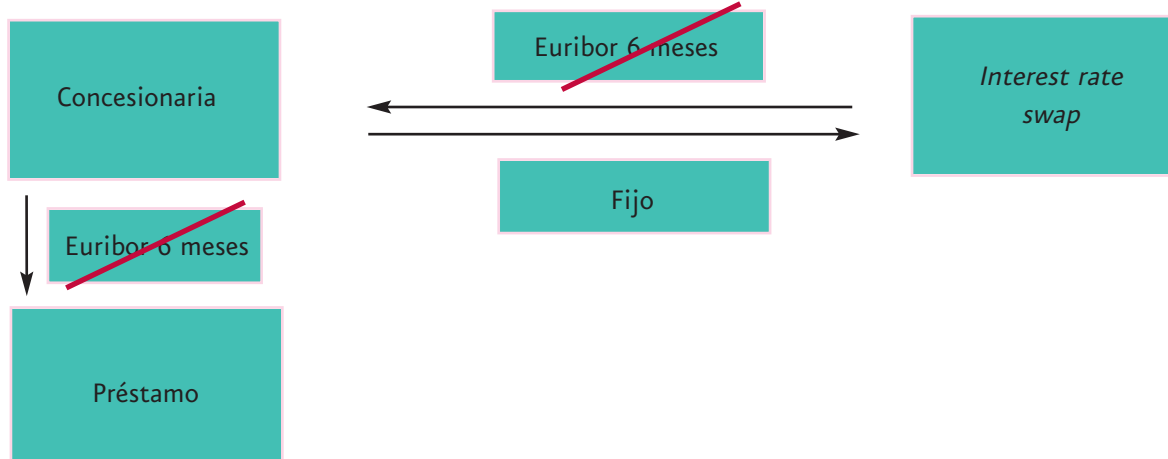
- A fecha de designación de la cobertura, la empresa podrá reconocer el derivado en balance a valor razonable, contra patrimonio neto. En la porción considerada ineficaz, se reconocerá en pérdidas y ganancias.
- Las posteriores variaciones de valor del instrumento se reconocerán transitoriamente en partidas de patrimonio neto, por la porción que se denomina eficaz. Por la porción ineficaz, se llevará directamente a cuenta de pérdidas y ganancias.
- Finalmente, los cobros y los pagos, tanto de instrumento de cobertura como de posición cubierta -pagos de la financiación del *project finance*-, se llevarán a la cuenta de pérdidas y ganancias.

limitada aplicación práctica es un inconveniente, dado que normalmente las firmas de auditoría exigen la elaboración de test de eficacia cuantitativa.

- Análisis de regresión. Este método cuantitativo establece un análisis estadístico en el que se comparan los flujos de la posición cubierta y el derivado de cobertura. La ratio será mayor cuanto más se aproxime la rama pagadera de la financiación a la rama de la cobertura.
- Test de reducción de varianzas. Calcula una ratio que mide el porcentaje de reducción de variabilidad -medido a través de la varianza- de los flujos de la posición cubierta después de contratar el instrumento derivado.
- Test derivado hipotético. Trata de plantear la valoración en paralelo del derivado real contratado y del que teóricamente se debería contratar para compensar perfectamente el riesgo cubierto (derivado hipotético). A diferencia de los métodos anteriores, per-

#### ESTRATEGIAS DE COBERTURA DE FLUJOS DE EFECTIVO DE TIPOS DE INTERÉS

Ejemplo de cobertura de flujos de efectivo de riesgo de tipos de interés en *project finance*



Fuente: elaboración propia.

#### REQUISITOS FORMALES PARA LA CONTABILIDAD DE COBERTURAS: LOS TEST DE EFICACIA

Para que el instrumento sea considerado como de cobertura es necesario presentar un test de eficacia que demuestre a la fecha de inicio, y en cada fecha de cierre contable auditado, que la cobertura sea altamente eficaz a futuro -lo que se conoce como «test prospectivo», basado en información de mercado estimada- y que haya sido eficaz en el pasado -test retrospectivo-. Para que el derivado sea altamente eficaz, la empresa deberá plantear el test, cuya ratio resultante debe estar comprendida entre 80-125%:

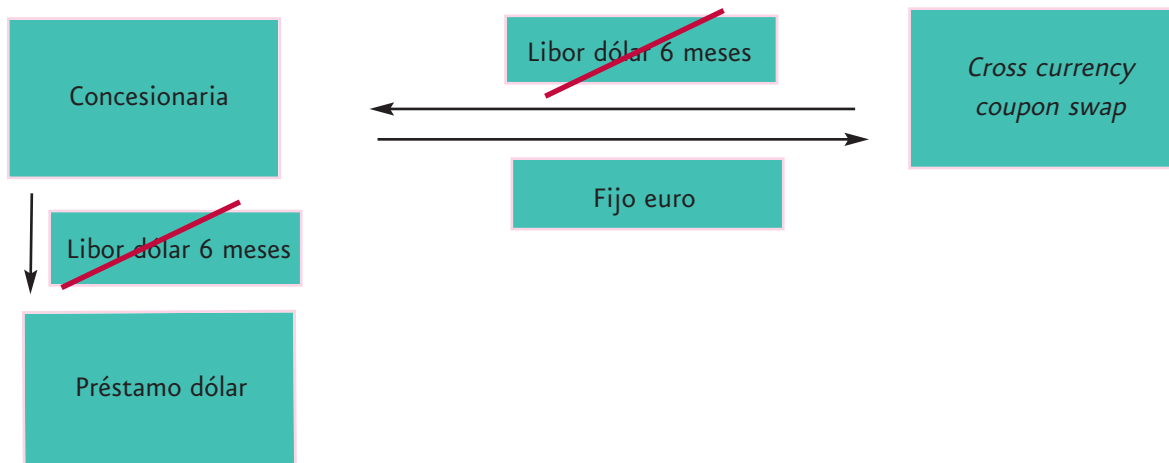
- *Critical terms* o comparación de características de la financiación cubierta e instrumento de cobertura. Su aplicación queda limitada al ámbito prospectivo. Su

mite medir las porciones eficaz e ineficaz del derivado, permitiendo obtener las cifras para la contabilización.

Uno de los aspectos prácticos de los test de eficacia para derivados contratados en el contexto de *project finance* es la necesidad de determinar el riesgo efectivamente cubierto, que corresponde, generalmente, al riesgo de interés, excluyendo del coste de la financiación cubierta, corretajes y márgenes, así como diferenciales vinculados a distintas variables, como la ratio de cobertura del servicio de la deuda.

Asimismo, uno de los principales problemas en los test es el hecho de que puede haber retrasos en las disposiciones o amortizaciones en el calendario inicial previsto de la financiación, por lo que se producirían descuadras con el ca-

Ejemplo de cobertura de flujos de efectivo de riesgo de tipos de cambio en *project finance*



Fuente: elaboración propia a partir de Manual de Instrumentos Derivados. Tres décadas de Black-Scholes. Roberto Knop. 2005. Escuela de Finanzas Aplicadas.

alendarario del derivado contratado, produciéndose ineficacias (las fuentes de ineficacias más significativas son las recogidas en el gráfico «Fuentes de ineficacias en los tests de flujos de efectivo en *project finance*»).

Algunos de los métodos para evaluar la eficacia son *critical terms*, análisis de regresión, reducción de varianzas o derivado hipotético

#### CONCLUSIONES

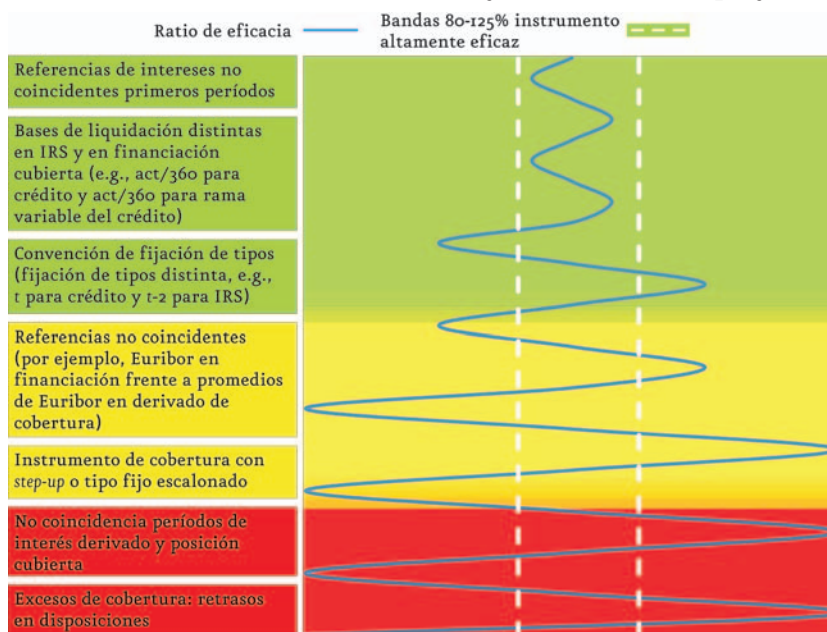
Conviene destacar, en conclusión, los siguientes puntos con referencia a coberturas contables en *project finance*:

- La importancia de la cobertura de los riesgos de interés y de tipo de cambio en la financiación asociada

al proyecto como forma de cubrirse del coste de la financiación, lo que influye en la rentabilidad del proyecto.

- La relevancia para la empresa del tratamiento de las coberturas contables de flujos de efectivo, que permitirá diferir en el tiempo la imputación a cuenta de pérdidas y ganancias la variación de valor del instrumento derivado, evitando así volatilidad en la cuenta financiera en caso de variaciones de valor significativas.
- La necesidad de cumplir ante auditores con la documentación formal y la elaboración de los tests de eficacia para poder aplicar dicha contabilidad de coberturas ::

#### Fuentes de ineficacias en los tests de flujos de efectivo en *project finance*



Nota: en código de colores y ordenado de forma creciente según la probabilidad de ineficacia contable.

Fuente: elaboración propia.

# Notificaciones electrónicas obligatorias con Hacienda



María Fernández García

El 1 de enero de 2011 entra en vigor el Real Decreto 1363/2010, que establece la obligación de determinadas empresas a recibir las notificaciones de Hacienda exclusivamente por internet. Entre ellas, todas las sociedades limitadas y anónimas.

El Consejo de Ministros ha aprobado el Real Decreto 1363/2010, que regula, al amparo de la Ley 11/2007, de 22 de junio, de acceso electrónico de los ciudadanos a los servicios públicos, la obligación de utilizar medios electrónicos en las comunicaciones y notificaciones de la Agencia Tributaria a determinadas entidades en sus actuaciones y procedimientos tributarios, aduaneros o estadísticos y en la gestión recaudatoria de los recursos de otros entes y Administraciones públicas que tenga atribuida.

Esta Ley, que afecta sobre todo a aquellas sociedades que ya vienen presentando sus declaraciones tributarias por vía telemática, establece aquellos supuestos en los que los medios electrónicos deberán ser la única vía para que las siguientes sociedades reciban las comunicaciones y notificaciones de la Agencia Tributaria:

- Sociedades anónimas.
- Sociedades limitadas.
- Uniones temporales de empresas.
- Personas jurídicas y entidades sin personalidad jurídica que carezcan de nacionalidad española.
- Establecimientos permanentes y sucursales de entidades no residentes en territorio español.
- Agrupaciones de interés económico, fondos de pensiones, fondos de capital riesgo, etc.

Además, tendrán que soportar esta obligación, con independencia de su forma jurídica, las personas físicas y entidades en las que concurren estas circunstancias:

- Estuvieran inscritas en el Registro de Grandes Empresas.
- Estuvieran inscritas en el Registro de Devolución Mensual.
- Formen parte de un grupo de consolidación fiscal a efectos del impuesto de sociedades o de un grupo de entidades a efectos del IVA.

**A partir del 1 de enero de 2011, los medios electrónicos serán la única vía para que determinadas sociedades reciban comunicaciones y notificaciones de Hacienda**

Asimismo, la norma regula las excepciones en las que se va a permitir realizar dichas comunicaciones y notificaciones por medios no electrónicos: bien porque las personas interesadas hayan acudido de forma espontánea a las oficinas públicas de la Agencia Tributaria, o bien en aquellos casos en los que la comunicación o notificación electrónica resulte incompatible con la celeridad que requiera la actuación administrativa para asegurar su eficacia. Entre otras, no se realizarán por vía electrónica las siguientes comunicaciones y notificaciones:

- Aquellas en las que el acto a notificar vaya acompañado de elementos no susceptibles de conversión en formato electrónico.

- Las que deban practicarse mediante personación en el domicilio fiscal del obligado o en otro lugar señalado al efecto por la normativa o en cualquier otra forma no electrónica.
- Las que efectúe la Agencia Estatal de Administración Tributaria en la tramitación de las reclamaciones económico-administrativas.
- Las que contengan medios de pago a favor de los obligados.
- Las que deban practicarse con ocasión de la participación por medios electrónicos en procedimientos de enajenación de bienes desarrollados por los órganos de recaudación de la Agencia Estatal de Administración Tributaria.

La Agencia Tributaria notificará a los sujetos obligados, por medios no electrónicos, su inclusión en el sistema de dirección electrónica habilitada. No obstante, serán las empresas las que deberán acceder a la página web de la Agencia Tributaria para conocer la dirección de correo asignada.

Este nuevo sistema obligará a las empresas a consultar el buzón cada 10 días, margen que existe desde que la Agencia Tributaria envía una notificación hasta que la empresa confirma que la ha recibido. En caso contrario, se considerará rechazada, lo que conlleva que Hacienda inicie procedimientos de apremio y aplique sanciones ::





«La gran cuestión es cómo se van a conciliar en el futuro la provisión de los servicios públicos a los ciudadanos con la austeridad económica impuesta por la necesidad de reformular un modelo fiscal insostenible»

## Repensar las Administraciones públicas

La crisis está obligando a un cambio acelerado en la forma de llevar las empresas, los hogares y, ya le toca el turno, las Administraciones públicas. Ciertamente, son las dificultades financieras extremas a las que ha llevado el hundimiento de los mecanismos habituales de gastos e ingresos en cada uno de estos agentes lo que está obligando al cambio acelerado. Pero la acumulación de disfunciones disimuladas por la bonanza de los años previos a la crisis resulta, por fin, evidente y hace inviable la continuación del modelo durante los años venideros caracterizados por el formidable ajuste real, de capacidad y empleo, que estamos sufriendo.

Este ajuste no es transitorio. Y más vale que no lo sea. Debe ser permanente, y sólo la creación de nueva capacidad productiva basada en nuevos modelos de negocio, bienes y servicios renovados, más competitivos a base de conocimiento, permitirá evitar que los jóvenes vivan peor que sus padres. En realidad, siempre ha sido así. Siempre se han sucedido procesos de cambio estructural, que abarcan desde lo organizativo hasta los estilos de vida pasando por los procesos productivos. Pero el actual es un momento bisagra del proceso de cambio global, en el que, un tanto inadvertidamente, nos encontramos desde hace años.

Las AAPP también deben cambiar y lo harán irremediamente tarde o temprano. La gran cuestión es cómo se van a conciliar en el futuro la provisión de los servicios públicos a los ciudadanos con la austeridad económica impuesta por la necesidad de reformular un modelo fiscal insostenible. La producción de la compleja amalgama de servicios públicos aporta alrededor del 20% del valor añadido bruto en cualquier economía, grande o pequeña. Muchos de estos servicios poseen decisivas derivadas tecnológicas, industriales y empresariales que no se explotan porque su régimen de producción y prestación a los

ciudadanos no ha sufrido modificaciones en décadas, a pesar de que todo lo demás ha cambiado. Pero muchos otros servicios públicos se prestan a través de modelos concesionales, que, en algunos casos, han supuesto la base para la emergencia de muchas multinacionales españolas líderes globales en sus respectivos sectores.

Contra la opinión extendida de que la externalización de servicios (recogida de residuos, transporte urbano o sanidad concertada) equivale a la privatización, hay que decir que la Administración es siempre el «dueño del proyecto» y determina si el concesionario debe seguir o no con la provisión del servicio si las encuestas de satisfacción del usuario no dan las señales adecuadas. La lógica de gestión que impera en los servicios concesionados, por otra parte, hace que éstos se presten más eficientemente, pues el concesionario debe encontrar rentabilidad en presupuestos concesionales más reducidos que los existentes para la provisión directa del servicio con personal propio de la Administración. En definitiva: los servicios colectivos concesionados siguen siendo públicos y tienen un gran potencial para ser más baratos a la Administración y más satisfactorios para el beneficiario.

La anterior no es sino una lógica posible para abordar la transición que las AAPP deberán realizar en los próximos años con el fin de mantener sus actividades básicas sin lastrar la competitividad de la economía. A ella se suman otras lógicas, que tienen que ver con la dosis justa de servicios públicos para preservar la cohesión social y la igualdad de oportunidades, pero no más, o con el compromiso de los beneficiarios de los servicios públicos en su uso responsable, por ejemplo, mediante participación en el coste de los mismos pagando una parte de dicho coste. Las AAPP no tienen más remedio que reformular su modelo de prestación de servicios a los ciudadanos ::

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

## Heimtextil 2011

Entre los días 12 y 15 de enero se celebrará en Frankfurt Heimtextil, la feria internacional dedicada al sector textil orientado al hogar y el diseño de interiores.

Fabricantes de todo el mundo se dan cita cada año en la ciudad alemana con motivo de esta feria internacional, organizada por Messe Frankfurt, que les brinda una buena oportunidad para mostrar sus diseños, productos innovadores y las últimas tendencias del sector.

A la pasada edición de Heimtextil acudieron más de 70.000 visitantes procedentes de 120 países y 2.500 expositores de alrededor de 60 países exhibieron sus últimos y más novedosos productos. Como en anteriores ocasiones, la presencia de empresas alemanas fue mayoritaria. No obstante, en la última edición, los participantes que acudieron del exterior alcanzaron el 85%.

El perfil de los participantes engloba desde decoradores de interior hasta profesionales de hostelería, arquitectos, etc., que ven en esta feria una buena fuente de contactos internacionales, de inspiración sobre nuevas tendencias y de oportunidades de negocio en el exterior.

Uno de los elementos que caracteriza esta feria es la preocupación por el medio ambiente y el desarrollo sostenible. En Alemania, el sector de productos textiles sostenibles para el hogar, en especial para baño y dormitorios, alcanza un valor entre los 40 y 80 millones de euros, mientras que, en el conjunto de Europa o en Estados Unidos, dicha cifra se sitúa en los 400 millones. No obstante, algunos estudios estiman que esta cantidad se irá incrementando a una ritmo del 10% anual ::

|  | LUGAR                          | FECHA                           | ORGANIZA  |
|--|--------------------------------|---------------------------------|---|
| <b>FERIAS CON PABELLÓN OFICIAL</b>   |                                |                                 |   |
| MIDEM 2011-pabellón informativo<br>Sector: industria musical, artes escénicas, espectáculo | Cannes (Francia)               | Del 22 al 26 de enero           | Contacto: ICEX, Leticia Quintanilla<br>Tlf: 902 349 000<br>E-mail: leticia.quintanilla@icex.es  |
| European Film Market-BERLINALE 2011<br>Sectores: contenidos cinematográficos               | Berlín (Alemania)              | Del 10 al 18 de febrero         | Contacto: ICEX, Javier Martínez Iñiguez<br>Tlf: 91 349 19 86<br>E-mail: javier.martinez@icex.es |
| Gulfood 2011<br>Sectores: alimentación y bebidas no alcohólicas                            | Dubai (Emiratos Árabes Unidos) | Del 27 de febrero al 2 de marzo | Contacto: ICEX, Patricia Bezos<br>Tlf: 91 349 63 60<br>E-mail: patricia.bezos@icex.es           |

| <b>OTRAS FERIAS</b>                                       |                        |                           |  |
|---|------------------------|---------------------------|--|
| Le Marché 2010<br>Sector: mueble y accesorios domésticos  | El Cairo (Egipto)      | Del 21 al 24 de diciembre | Contacto: AAPIC CO<br>Tlf: + 00 202 3336 0123<br>Correo electrónico: aapic@tarek-nour.com                      |
| Malaysia Food Fair 2011<br>Sector: alimentación y bebidas | Kuala Lumpur (Malasia) | Del 13 al 16 de enero     | Contacto: Fairs & Events Management Sdn Bhd<br>Tlf: + 603 5636 1788<br>Correo electrónico: enquiries@femsb.com |

| <b>MISIONES COMERCIALES Y PARTICIPACIONES AGRUPADAS</b>                      |                  |                         |  |
|--|------------------|-------------------------|--|
| Misión comercial directa a Croacia 2011-AFME<br>Sectores: material eléctrico | Zagreb (Croacia) | Del 17 al 18 de febrero | Organizador: Asociación de Fabricantes de Material Eléctrico (AFME)<br>Contacto: Alex Soriano<br>Tlf: 93 405 07 25<br>Correo electrónico: alex.soriano@afme.es |

| <b>OTRAS ACTIVIDADES</b>   |                    |                         |   |
|--|--------------------|-------------------------|---|
| Jornada técnica de restauración Turquía 2011<br>Sector: restauración | Estambul (Turquía) | Del 14 al 16 de febrero | Organizador: ICEX y Asociación Empresarial de Cadenas de Restauración Moderna (FEHRCAREM)<br>Contacto: Juan Barrio<br>Tlf: 91 349 18 68<br>E-mail: internacional@fehrcarem.es |



## DOING BUSINESS 2011

World Bank, 2010 | [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

El estudio del Banco Mundial que analiza las condiciones para hacer negocios en 183 países del mundo, sitúa a Singapur, Hong Kong, Nueva Zelanda, Reino Unido y Estados Unidos a la cabeza del *ranking*. España figura en el puesto cuarenta y noveno, perdiendo un puesto respecto a la edición anterior. Del resto de países de la eurozona que aparecen en el listado, sólo Italia (80) y Grecia (109) se sitúan por detrás de España. México, en el puesto trigésimo quinto, es el país latinoamericano con mejor clasificación, seguido de Perú (36), Colombia (39) y Chile (43).

Según datos del informe, el año pasado, los Gobiernos de 117 economías llevaron a cabo 216 reformas regulatorias encaminadas a facilitar la creación y el funcionamiento de empresas. A escala mundial, continúa siendo más fácil hacer negocios en las economías de la OCDE y más difícil en las del sur de África y Asia meridional. No obstante, las economías en desarrollo se

muestran cada vez más activas. El año pasado, el 66% de ellas reformaron sus sistemas de regulación de negocios, en comparación con el 34% registrado seis años antes. China e India figuran entre las 40 economías en las que más mejoras se han realizado ::

## OECD ECONOMIC OUTLOOK, N° 88, NOVIEMBRE

OECD, 2010 | [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

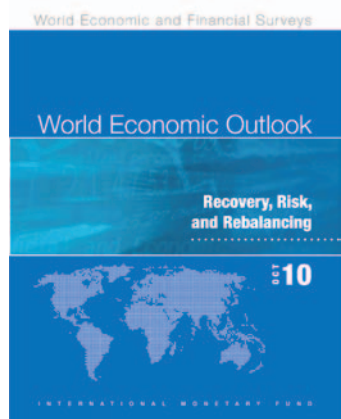
La OCDE revisa al alza el crecimiento para 2010, pero lo reduce para 2011 por culpa de Estados Unidos, mientras que los países emergentes van a seguir tirando de la economía global, que crecerá un 4,6% este año, un 4,2% en 2011 y un 4,6% en 2012.

La subida del PIB en la OCDE será más limitada: del 2,8% en 2010 (una décima más de lo proyectado en mayo), del 2,3% en 2011 (cinco décimas menos) y del 2,8% en 2012. En la zona del euro, el PIB subirá un 1,7% en 2010 (una revisión al alza de cinco décimas), otro 1,7% en 2011 (una décima más) y un 2% en 2012. En esta zona están tres de los cuatro Estados que este año continuarán con una evolución negativa: Grecia (-3,9%), Irlanda (-0,3%) y España (-0,2%), que, en 2011, se reducirán a dos: Grecia (-2,7%) y Portugal (-0,2%), mientras España quedará con el 0,9%. La tasa de paro en la OCDE, que llega este año al 8,3% de la población activa, se va a reducir al 8,1% en 2011 y en 2012 al 7,5%, niveles muy superiores al 5,5% que se había constatado antes del estallido de la crisis en 2007. Advierte que hay riesgos significativos de que el comportamiento final de la economía en el mundo desarrollado sea peor que el que se describe, sobre todo porque continúa el hundimiento de los precios de la vivienda en Estados Unidos y Reino Unido y por el alto nivel de deuda en algunos países ::



## WORLD ECONOMIC OUTLOOK: RECOVERY, RISK, AND REBALANCING

FMI, octubre 2010 | [www.imf.org](http://www.imf.org)



Segunda entrega de las perspectivas de la economía mundial que hace el FMI bianualmente. En esta ocasión, el informe examina las diferentes vías de recuperación, los riesgos y los equilibrios que están aplicando las economías avanzadas y emergentes a través de cuatro capítulos. En los dos primeros, advierte que las economías de Estados Unidos, Europa y Japón se desacelerarán de manera significativa hacia finales de año y a primeros de 2011 como resultado de la retirada de los estímulos fiscales, pero confía que el crecimiento se reanude en el segundo semestre de 2011. Respecto a España, el FMI eleva ligeramente sus previsiones de crecimiento, aunque previene de que no servirán para mejorar las cifras de desempleo, que sitúa en un 19,9% de la población activa este 2010 y en un 19,3% para el próximo año. El tercer capítulo apercibe de los mayores efectos negativos a corto plazo sobre la producción y el empleo de estos planes de consolidación fiscal, en comparación con lo observado en anteriores episodios de ajuste fiscal.

Por último, el cuarto capítulo, titulado «¿Tienen efectos duraderos en el comercio las crisis financieras?», analiza el impacto de las crisis económicas sobre el comercio mundial. Deduce que

las importaciones en los países que sufrieron recientemente una crisis financiera -como Estados Unidos y buena parte de los países avanzados de Europa- podrían permanecer por debajo de los niveles previos a la crisis durante varios años, por lo que sí es posible que las reducciones de sus déficit en cuenta corriente en 2009 sean duraderas ::

## Potencial del mercado marroquí para actividades ligadas a transporte y energías renovables

**M**arruecos presenta unas previsiones de crecimiento económico del 5% para 2011 gracias a la buena evolución de todos sus sectores, en algunos de los cuales ocupa un lugar destacado en el panorama internacional, como en el caso de los fosfatos.

Sin embargo, en ámbitos como el energético, que reviste un importante crecimiento de la demanda, Marruecos depende en un 90% de las importaciones. Por esto, el Gobierno marroquí trata de impulsar la creación de grandes plantas de energía solar y eólica, que disminuyan dicha dependencia un 20% en 2015.



Vista de Casablanca con la mezquita Hassan II al fondo.

Otros de los planes del reino alauí se centran en la mejora de puertos y aeropuertos y en la ampliación de autopistas, así como en la creación de un tren de alta velocidad que una Tánger con Casablanca.

Ya existen en Marruecos algunas empresas españolas que se han hecho un hueco en estos sectores, aunque siguen en aumento las oportunidades para llevar a cabo nuevos proyectos ::

## La electrónica promocional española inunda el mercado chino



**M**emorias USB, empresa con sede en Las Rozas (Madrid), dedicada a la venta de memorias USB personalizadas, ha inaugurado una nueva fábrica en Shenzhen (China), en el mes de octubre de este mismo año.

Se trata de una compañía fundada en el año 2005 por ingenieros de la Escuela Técnica Superior de Ingenieros de Telecomunicación (ETSIT) de la Universidad Politécnica de Madrid.

La empresa comenzó su andadura en un pequeño espacio de poco más de 40 m<sup>2</sup> cedidos por la ETSIT, pasando a contar hoy con una oficina, un centro logístico en Madrid y la nueva fábrica y oficina en la ciudad de Shenzhen.

Con presencia en países como España, Francia, Italia, Alemania o Portugal, cuenta con una clientela cercana a los 35.000 clientes en todo el mundo y un equipo de 50 profesionales especializados en los campos de las telecomunicaciones, el diseño gráfico y el *marketing*. Esta empresa se presenta en el mercado del regalo electrónico promocional chino como una compañía joven y sólida, capaz de atender a la creciente demanda de este país.

No son muchas las empresas españolas dedicadas a la venta de dispositivos USB personalizados en China. Algunas de éstas cuentan con oficinas propias en el país, pero trabajan con proveedores externos, mientras que otras ni siquiera tienen contacto directo con

los fabricantes y gestionan los pedidos desde sus oficinas locales en España.

Memorias USB se embarca en esta aventura empresarial, siendo consciente de la diferencia cultural existente entre ambos países y, por consiguiente, de la necesidad de trabajar cerca de los proveedores, llevando a cabo un control exhaustivo de las actividades desarrolladas.

La empresa espera que las nuevas instalaciones le permitan un mayor control de la calidad, mayor capacidad de producción, precios más bajos y una reducción de los tiempos de entrega, facilitando la reducción de costes, el incremento de sus beneficios y la posibilidad de hacer frente a la creciente demanda de sus productos esperada para el cercano período navideño ::



## Yerbabuena Software, la primera empresa malagueña en Silicon Valley

La compañía malagueña Yerbabuena Software, especializada en soluciones tecnológicas y con sede en el Parque Tecnológico de Andalucía (PTA) de Málaga, ha sido la primera empresa malagueña en implantarse en una incubadora de Silicon Valley para expandir su marca y productos en el mercado estadounidense.

Fundada en el año 2005 por jóvenes estudiantes de último año de carrera de la Universidad de Málaga, dedica su actividad al desarrollo de soluciones de gestión documental inteligente y construcción de aplicaciones innovadoras orientadas a dispositivos móviles.

Actualmente, cuenta con 20 empleados y dos delegaciones, una en Madrid y otra en Sevilla, además de la que se ubicará en la ciudad de San José (California, Estados Unidos).

Yerbabuena Software siempre ha sido una empresa orientada hacia el mercado internacional, con

socios estratégicos y clientes en distintos países, entre los que destacan México, EEUU y Colombia. No obstante, cuenta con el nuevo reto de posicionarse a la firma en el mercado estadounidense y captar posibles nuevos clientes. En este sentido, la compañía espera aprender y poder crecer junto a las grandes empresas aprovechándose de la ventaja que le confiere la situación geográfica.

La oportunidad le ha llegado en 2010, de la mano del PTA y de la Agencia Local de la Energía, que llevaban tiempo realizando procesos para poner en contacto a empresas malagueñas con incubadoras de Silicon Valley. Yerbabuena decidió aceptar el reto y, durante los dos próximos años, ocupará un despacho en una incubadora del más prestigioso parque tecnológico y científico del mundo, donde tienen su sede empresas como Google, Apple, Facebook, Yahoo, Hp, Intel u Oracle ::

## La asturiana Ibersa abre su primera fábrica en China

La compañía asturiana Ibersa (Ibérica de Revestimientos) ha comenzado su expansión empresarial con la apertura de Ibersa-Shanghai, la primera fábrica española de pinturas que llega al gran mercado chino.

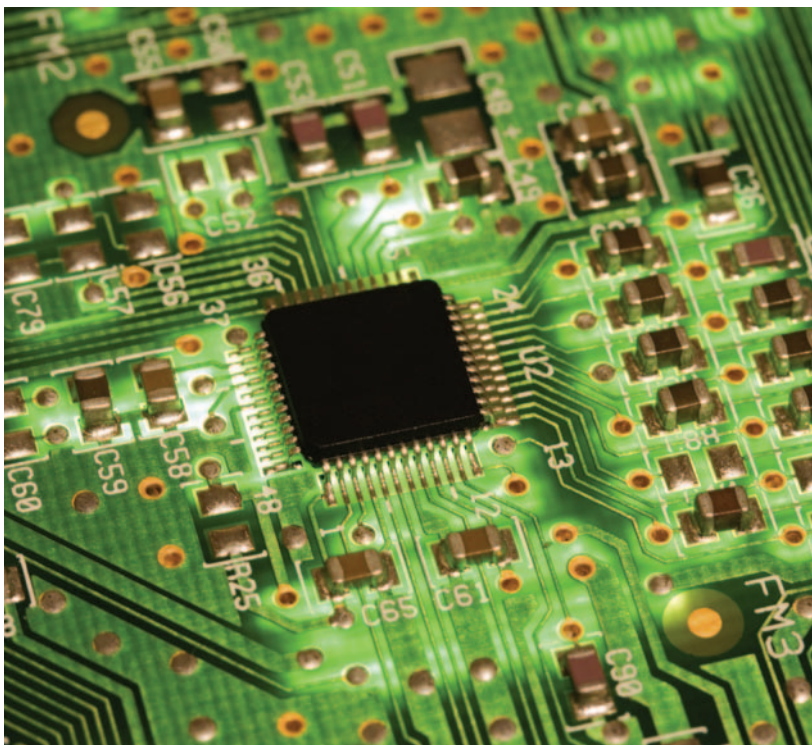
Ibersa, con sede en Meres (Siero), está especializada en la fabricación y comercialización de pinturas, barnices y revestimientos similares tanto para la industria del metal y la madera como para el sector inmobiliario y la venta a particulares.

La empresa ha culminado la creación de una fábrica propia en Shanghai, tras una trayectoria de más de 40 años como uno de los principales fabricantes de pinturas y revestimientos del mercado español. Además, la compañía cuenta con varios años de relaciones comerciales con diferentes empresas del gigante asiático y crecientes demandas de clientes internacionales como Arcelor Mittal e Ikea.

La nueva filial cuenta con un 100% de capital asturiano y se encuentra totalmente vinculada a la firma matriz. Con una inversión de 12,0 millones de euros en las nuevas instalaciones, cuenta con un almacén y un centro logístico de 2.000 m<sup>2</sup> y dos tiendas de «El mundo del pintor», marca registrada bajo la que Ibersa comercializa sus productos.

Con la implantación de esta filial en China comienza un ambicioso plan de expansión empresarial, siendo el objetivo de la compañía para los próximos cinco años trasladar al país asiático el modelo de negocio comercial existente en España. Para ello planifica la apertura en Shanghai de 40 tiendas de «El mundo del pintor».

La compañía llevaba seis años vendiendo en el país asiático, si bien lo hacía a través de un importador local ::



Chip de ordenador.

[iStockphoto]/Thinkstock

## Lenita & XTG lleva a Europa la moda canaria

La cadena española de ropa interior y baño Lenita & XTG inauguró en el pasado mes de julio su primera tienda fuera de España en el centro de la capital londinense, en Reino Unido. Se trata de una tienda de 60 m<sup>2</sup>, con un amplio escaparate, que bordea por completo la tienda.

El formato de tienda Lenita & XTG nació en el año 2008 como una idea de negocio de la compañía canaria Burmen, fundada por Lenita Burmen, diseñadora sueca que comenzó su carrera profesional vendiendo sus propias creaciones en las playas canarias y que llegó al mercado de la distribución minorista tras 25 años comercializando su oferta en tiendas multimarca, grandes almacenes y establecimientos *duty free*.

Fiel a sus orígenes tropicales, tanto Lenita como XTG son marcas conocidas por impregnar sus diseños de colorido, trasgresión y creatividad, rompiendo en los últimos años los cánones establecidos en el sector textil tradicional del íntimo y baño.

## Creciente mercado de bienes de lujo en China

El sector de los bienes de lujo es uno de los pocos que han revestido una afección limitada de la crisis. En concreto, en China, las ventas de este tipo de bienes se situaron en 17.150 millones de euros en 2009 y las previsiones apuntan a un crecimiento del 23% en 2010.

Según un estudio de la consultora Bain & Company, se está registrando un aumento de las ventas en las denominadas «ciudades de segundo y tercer nivel», que, poco a poco, van acortando distancias en materia de pautas de consumo de bienes de lujo con otras importantes ciudades como Shangai y Beijing.

Tras consolidar el proyecto de franquicia gracias al éxito obtenido en sus cinco establecimientos de las Islas Canarias, en mayo del presente año decidió inaugurar la primera tienda en la Península, concretamente en Madrid, para, más tarde, en el mes de julio, continuar su expansión internacional con la apertura de una tienda en la ciudad de Londres.

El proyecto de futuro de esta compañía se centra en la continuidad de su proceso de expansión, estando prevista la inauguración de nuevos establecimientos en Barcelona, Gran Canaria, Praga y Miami, para acabar 2011 con 15 tiendas en funcionamiento y con un objetivo a más largo plazo de 25 tiendas en explotación al término del 2015.

Las condiciones exigidas por Burmen a sus franquiciados son el establecimiento en poblaciones superiores a 60.000 habitantes, locales con un espacio superior a 50 m<sup>2</sup>, situados a pie de calle o en centros comerciales, un canon de publicidad del 1% anual y una duración del contrato de cinco años prorrogables. La inversión mínima ronda los 1.500 euros por m<sup>2</sup> ::



El estudio refleja, asimismo, que el 56% del consumo procede del exterior, impulsado por la diferencia de precios existente. Por ello, algunas marcas *premium* han ajustado sus márgenes con la finalidad de reducir las diferencias de precios de sus productos en China respecto a otros mercados ::

## Buena imagen del mueble español en Turquía



A pesar del todavía limitado conocimiento del mueble español en el mercado turco, éste ofrece buenas oportunidades para su comercialización. Además, en términos de calidad y diseño, el mueble fabricado en España goza de buena imagen en Turquía, un país donde las empresas españolas del sector pueden identificar interesantes proyectos, sobre todo mediante el *contract* ::

## Empresas mexicanas abiertas a asociaciones estratégicas con empresas españolas

México es uno de los destinos trasatlánticos en el que las empresas españolas pueden encontrar buenas oportunidades de inversión, entre otros sectores en los de infraestructura viarias, inmobiliario y turismo. Las licitaciones son internacionales y abiertas, permitiendo la asociación con compañías mexicanas.

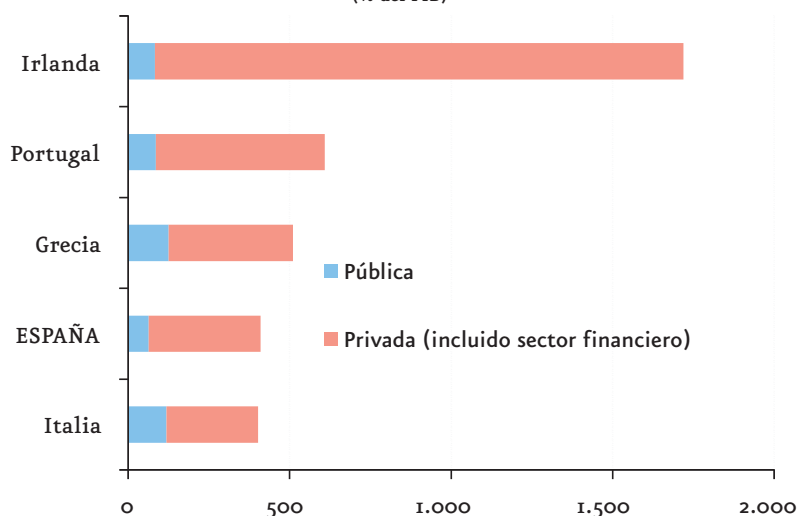
Las empresas mexicanas están abiertas a este tipo de colaboraciones y asociaciones estratégicas con empresas españolas, según se reflejó en un seminario coordinado por ProMéxico ::

# Somos periféricos, pero no iguales (I)

Sara Baliña

## Deuda bruta pública y privada

(% del PIB)\*



\* 2009 y previsiones 2010 para deuda pública.

Fuente: elaboración propia a partir de AMECO y fuentes nacionales.

Las comparaciones siempre son odiosas y más cuando lo que está en juego es poner sobre la mesa un conjunto de debilidades estructurales compartidas por un grupo de economías entre las que se encuentran un par que se han visto avocadas a recurrir a programas de rescate soberano, una vez que el mercado las ha puesto contra las cuerdas, limitando su acceso a la financiación o encareciéndola tanto hasta convertirla en punitiva.

España forma parte de ese grupo de economías ahora denominadas «periféricas» y, aunque, en más de una ocasión, se han sacado a colación los denominados comunes que la asemejan con las peor posicionadas del grupo (Grecia, Irlanda o Portugal), es el momento de ejemplificar con grandes cifras algunas de las distinciones que deberían servir para establecer una línea de división con aquéllas.

Es cierto que España tiene un problema de endeudamiento, pero no es menos cierto que su naturaleza es fundamentalmente privada. Basta con decir que, a finales de 2009, la ratio de deuda bruta privada (incluido el sector financiero) era de casi un 350% del PIB, cuando el de deuda pública apenas superaba el 50%. La cri-

sis nos ha dejado niveles de endeudamiento público crecientes, pero, aun asumiendo menor grado de consolidación fiscal (bien por menores reducciones de gasto, o bien por menor capacidad de recaudación tributaria) del que subyace a los planes de ajuste, de aquí a 2013, la ratio de deuda pública de España se situaría por debajo de la media del conjunto del área euro. Sólo Grecia e Italia parten de niveles de deuda pública preocupantes superiores al 100% del PIB ya en 2009.

La comparativa en términos de deuda privada también es favorable para España, con la excepción de Italia. Sin embargo, la distinción se establece en el marginal: ratios superiores al 300% del PIB son un denominador común y uno de los principales focos de vulnerabilidad de la periferia (la brecha de Irlanda la explica la deuda del sector financiero: hogares y empresas muestran un volumen de endeudamiento similar al de España). Su corrección exige avanzar en el proceso de desapalancamiento en curso, pero aquí España sí está mejor posicionada que el resto, porque tiene asentados los mimbres para hacerlo: tiene ahorro privado, condición necesaria, aunque no suficiente, para garantizar el saneamiento de balances ::



# Resumen mensual

## MERCADOS

Tras varios días de especulaciones en torno a la posible activación del plan de ayuda a Irlanda, finalmente el Gobierno irlandés ha solicitado un paquete de rescate. Se financiará a través del mecanismo de estabilización financiera (EFSM) y del programa europeo de estabilidad. La concreción del plan de ajuste que llevará a cabo Irlanda girará en torno a una estrategia de cuatro años con un objetivo de reducción de déficit hasta el 3% del PIB en 2014, esto es: una reducción de 15.000 millones de euros acumulados hasta entonces, de los que 6.000 millones se concretarán para el próximo ejercicio.

El Gobierno irlandés gestionará la ayuda recibida a través de un «fondo de contingencia» por el que canalizará la liquidez necesaria para su sistema bancario.

Luis Hernanz

## CRÉDITO

El Banco de España ha facilitado los datos de la evolución del crédito: caída de unos 6.800 millones de euros en el tercer trimestre del año (-0,4% it), frente al avance que registraba en el anterior. Por sectores, los bancos incrementaron el crédito en 20.010 millones de euros (+2,5% it), gracias al aumento de los deudores a plazo y crédito con garantía real, y las cajas recortaron el saldo vivo en unos 27.000 millones de euros (-3,1% it), principalmente como consecuencia de la reducción observada en el crédito con garantía real y los deudores a la vista.

El margen de intereses del sector de cajas, que alcanzó 11.375 millones de euros, se redujo en un 25,7%, mientras que el beneficio neto obtenido en los nueve primeros meses del año, que ascendió a 3.226 millones de euros, fue un 31,6% menor que el registrado el año anterior.

Departamento de Banca (Afi)

## RIESGOS

Para noviembre, los mercados financieros priman la asunción de riesgos tanto en renta fija como en renta variable. Continúa incrementándose la complacencia en términos de prima de riesgo y los mercados descuentan un escenario compatible con una fuerte expansión de



[iStockphoto]/Thinkstock.

beneficios empresariales, que, al calor de una segunda oleada de apoyo de la Fed en términos de liquidez y compra de activos, incrementan las cotizaciones de la mayoría de activos de riesgo.

Las curvas de tipos de interés ofrecen un movimiento dispar entre Europa y EEUU: mientras que la primera muestra un repunte generalizado de la curva, la segunda continúa relajándose en los cortos y apuntando en los largos.

Sebastián Larraza



# El post del mes Sara Baliña

## Una radiografía preocupante



[Hemera]/Thinkstock

El estancamiento de la economía española en el tercer trimestre (0% trimestral, +0,2% interanual) revela una radiografía por partidas cuanto menos preocupante, ya que es el sector exterior, y no por un mayor dinamismo de las exportaciones, sino por la corrección de las compras al exterior, el que evita la recaída del PIB que confirma la dinámica de gasto interno.

La fuerte contracción del consumo de los hogares y de la inversión en equipo, resortes del crecimiento durante la primera mitad del ejercicio (registran tasas trimestrales negativas del 1,1 y del 5,2%, respectivamente, tras acumular entre tres y cuatro trimestres en positivo) hacen que la demanda interna duplique de nuevo su drenaje a la evolución interanual del PIB (-0,8 puntos porcentuales).

En más de una ocasión señalamos los riesgos de insostenibilidad de la mejora observada a principios de ejercicio: los avances del consumo eran más propios de una fase de expansión que de recuperación incipiente como la actual y no estaban en consonancia ni con la evolución del empleo ni con la de la renta disponible. En el caso de la inversión empresarial, éramos conscientes de que parte de su reactivación estaba viniendo explicada por los sectores más orientados a demanda externa.

En la medida en que las exportaciones de bienes han perdido pulso en el tercer trimestre (+10,4% interanual frente al +16% del trimestre anterior), la inversión en construcción ha continuado acentuando su velocidad de corrección (cesiones trimestrales más intensas tanto en inversión residencial como en «otra

construcción») y no se han percibido señales de «giro» en las condiciones de financiación al sector empresarial, cabía augurar una interrupción en la senda de crecimiento de los bienes de equipo. La magnitud de la contracción trimestral es lo que genera señales de alerta: las exportaciones de bienes han moderado su crecimiento, pero no han mostrado un perfil negativo como el de la inversión.

No es baladí que el ajuste en gasto interno observado en este trimestre haya neutralizado todas las ganancias del primer semestre, lo que sugiere que el componente temporal/transitorio de la mejora tiene una importancia relativa superior incluso a la que se podría esperar, cuestionando las perspectivas de crecimiento para el cierre del año y la capacidad de recuperación autónoma detraídos los estímulos.

### La contracción de los resortes del crecimiento en la primera mitad del año cuestionan las perspectivas de recuperación

En este sentido, las partidas vinculadas al gasto del sector público empiezan a acusar, y de forma intensa, las medidas de consolidación fiscal. La construcción residencial cede ya a tasas superiores al 8% interanual (las mayores caídas en ejecución presupuestaria del Estado se observan precisamente en inversión) y el consumo público compensa el avance del segundo trimestre, con la entrada en vigor de las medidas de recorte de salarios públicos y menor gasto corriente ::

| PIB DE ESPAÑA<br>(TASA TRIMESTRAL %) |             |             |             |             |             |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                      | sep-09      | dic-09      | mar-10      | jun-10      | sep-10      |
| <b>PIB</b>                           | <b>-0,3</b> | <b>-0,2</b> | <b>0,1</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,0</b>  |
| Consumo final                        | -0,3        | 0,0         | 0,7         | 1,3         | -0,9        |
| Consumo privado                      | -0,4        | 0,2         | 0,9         | 1,5         | -1,1        |
| Consumo público                      | -0,1        | -0,6        | 0,1         | 0,7         | -0,4        |
| <b>FBCF</b>                          | <b>-2,8</b> | <b>-2,0</b> | <b>-1,6</b> | <b>-0,6</b> | <b>-3,0</b> |
| Equipo                               | 0,7         | 2,4         | 1,2         | 4,2         | -5,2        |
| Construcción                         | -3,0        | -3,8        | -3,0        | -2,2        | -3,2        |
| Inv. residencial                     | -7,1        | -6,5        | -5,0        | -2,3        | -3,7        |
| Otra construcción                    | 0,1         | -1,9        | -1,8        | -2,2        | -2,9        |
| Otros productos                      | -6,8        | -1,6        | -1,2        | -2,0        | 1,5         |
| <b>D. nacional (1)</b>               | <b>-0,9</b> | <b>-0,5</b> | <b>0,2</b>  | <b>0,9</b>  | <b>-1,4</b> |
| Exportaciones                        | 2,8         | 2,8         | 4,1         | 1,4         | 0,1         |
| Importaciones                        | -0,1        | 1,3         | 4,4         | 3,6         | -5,0        |
| <b>D. externa (1)</b>                | <b>0,6</b>  | <b>0,3</b>  | <b>-0,1</b> | <b>-0,6</b> | <b>1,4</b>  |

(1) Aportación al crecimiento.

Fuente: elaboración propia a partir del INE.

## TIPOS DE CAMBIO. DIVISA FRENTE AL EURO

| País           | Divisa  | Código | 25/11/2010 | Hace 52 semanas | Últimas 52 semanas |          |
|----------------|---------|--------|------------|-----------------|--------------------|----------|
|                |         |        |            |                 | Máximo             | Mínimo   |
| Argentina      | Peso    | ARS    | 5,282      | 5,734           | 5,769              | 4,657    |
| Brasil         | Real    | BRL    | 2,292      | 2,606           | 2,648              | 2,166    |
| Bulgaria       | Lev     | BGL    | 1,956      | 1,956           | 1,965              | 1,949    |
| Canadá         | Dólar   | CAD    | 1,346      | 1,582           | 1,601              | 1,245    |
| Chile          | Peso    | CLP    | 638,710    | 742,220         | 763,560            | 627,810  |
| China          | Yuan    | CNY    | 8,825      | 10,246          | 10,334             | 8,115    |
| Colombia       | Peso    | COP    | 2523,075   | 2973,160        | 3022,346           | 2280,178 |
| Corea del Sur  | Won     | KRW    | 1539,347   | 1743,818        | 1766,812           | 1397,925 |
| EEUU           | Dólar   | USD    | 1,331      | 1,508           | 1,515              | 1,188    |
| Hungría        | Florín  | HUF    | 277,500    | 266,870         | 292,085            | 260,516  |
| India          | Rupia   | INR    | 60,686     | 69,717          | 70,328             | 55,134   |
| Japón          | Yen     | JPY    | 111,380    | 132,240         | 134,660            | 105,440  |
| Kenia          | Chelín  | KES    | 106,840    | 112,290         | 116,250            | 95,140   |
| Malasia        | Ringgit | MYR    | 4,176      | 5,078           | 5,121              | 3,915    |
| Marruecos      | Dirham  | MAD    | 11,150     | 11,422          | 11,472             | 10,859   |
| Nigeria        | Naira   | NGN    | 200,301    | 226,382         | 227,315            | 179,598  |
| Perú           | Sol     | PSS    | 3,727      | 4,327           | 4,359              | 3,386    |
| Polonia        | Zloty   | PLN    | 4,025      | 4,153           | 4,248              | 3,823    |
| Reino Unido*   | Libra   | GBP    | 0,847      | 0,910           | 0,915              | 0,807    |
| Rep. Checa     | Corona  | CZK    | 24,725     | 26,327          | 26,573             | 24,201   |
| Rep. Sudáfrica | Rand    | ZAR    | 9,427      | 11,057          | 11,373             | 9,060    |
| Rusia          | Rublo   | RUB    | 41,690     | 43,404          | 45,512             | 37,183   |
| Suiza          | Franco  | CHF    | 1,332      | 1,509           | 1,514              | 1,277    |
| Venezuela      | Bolívar | VEB    | 5714,763   | 3238,567        | 6132,890           | 3053,685 |

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

Fuente: Bloomberg.

## TIPOS DE INTERÉS. NOVIEMBRE 2010

|             | 1 día | 3 meses | 1 año |           | 1 día | 3 meses | 1 año |
|-------------|-------|---------|-------|-----------|-------|---------|-------|
| Área euro   | 0,60  | 1,06    | 1,70  | Canadá    | 1,27  | 1,62    | 2,07  |
| Dinamarca   | 0,90  | 1,30    | 1,70  | EEUU      | 0,25  | 0,63    | 1,33  |
| Reino Unido | 0,56  | 1,03    | 1,39  | Argentina | 9,38  | 12,44   | 14,69 |
| Suecia      | 1,23  | 1,63    | 2,02  | Brasil    | 10,67 | 0,10    | 0,09  |
| Suiza       | 0,19  | 0,39    | 0,74  | Chile     | 3,05  | 3,98    | 2,83  |
|             |       |         |       | México    | 4,56  | 4,43    | 4,58  |
| Bulgaria    | 1,05  | 4,03    | 8,10  | Perú      | 1,82  | 3,36    | 5,42  |
| Rep. Checa  | 0,77  | 1,22    | 1,80  |           |       |         |       |
| Hungría     | 4,53  | 5,41    | 5,32  | Australia | 4,90  | 5,38    | 6,07  |
| Polonia     | 2,74  | 3,85    | 4,27  | China     | 1,90  | 1,91    | 2,5   |
| Rusia       | 4,34  | 4,25    | 5,50  | Corea     | 5,16* | 5,71    | 3,90  |
|             |       |         |       | Hong Kong | 0,07  | 0,27    | 0,70  |
| Egipto      | 3,00  | 8,2     | 8,2   | Indonesia | 5,92  | 6,82    | 7,45  |
| Sudáfrica   | 6,15  | 6,12    | 6,45  | Japón     | 0,08  | 0,33    | 0,60  |
| Turquía     | 6,50  | 8,25    | 8,90  | Singapur  | 0,31  | 0,50    | 0,88  |

\* A una semana.

Fuente: Bloomberg y Reuters.

## «RATINGS» A LARGO PLAZO EN MONEDA EXTRANJERA. NOVIEMBRE 2010

| País                            | MOODY'S | S&P'S | País                            | MOODY'S | S&P'S |
|---------------------------------|---------|-------|---------------------------------|---------|-------|
| <b>AMÉRICA LATINA Y CENTRAL</b> |         |       | <b>ÁFRICA Y ORIENTE PRÓXIMO</b> |         |       |
| 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-   |                                 |         |       |
| <b>EUROPA DEL ESTE</b>          |         |       | <b>ASIA</b>                     |         |       |
| Bulgaria                        | Baa3    | BBB   | China                           | Aa3     | 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 &amp; Poor's.

## INDICADORES MACROECONÓMICOS EUROPA. NOVIEMBRE 2010

|                         | PIB <sup>1</sup> |          |          | Inflación <sup>1</sup> |          |          | Tasa paro (%) <sup>2</sup> |          |          | Saldo público sobre PIB <sup>2</sup> |          |          | Balanza corriente <sup>3</sup> |          |          |
|-------------------------|------------------|----------|----------|------------------------|----------|----------|----------------------------|----------|----------|--------------------------------------|----------|----------|--------------------------------|----------|----------|
|                         | 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) |
| <b>UNIÓN EUROPEA 27</b> |                  |          |          |                        |          |          |                            |          |          |                                      |          |          |                                |          |          |
| Alemania                | -4,7             | 3,4      | 2,1      | 0,4                    | 1,1      | 1,5      | 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             | -0,3     | 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             | 1,6      | 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             | 1,1      | 1,0      | 0,8                    | 1,5      | 1,7      | 7,8                        | 8,8      | 8,8      | -5,3                                 | -5,3     | -5,0     | -69,3                          | -58,8    | -45,4    |
| Polonia                 | 1,7              | 3,4      | 3,8      | 3,5                    | 2,6      | 3,1      | 8,2                        | 9,2      | 9,4      | -7,1                                 | -7,3     | -7,0     | -7,3                           | -11,1    | -14,6    |
| Reino Unido             | -4,9             | 1,7      | 2,0      | 2,2                    | 3,2      | 2,7      | 7,6                        | 7,8      | 7,4      | -11,5                                | -12,0    | -10,0    | -24,2                          | -41,5    | -33,3    |
| Bulgaria                | -4,9             | 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             | -1,8     | 1,5      | 5,6                    | 6,2      | 5,4      | 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             | 1,7      | 1,5      | 0,3                    | 1,5      | 1,6      | 9,7                        | 10,3     | 10,2     | -6,8                                 | -7,2     | -6,5     | -53,7                          | -20,5    | -27,1    |

## OTROS PAÍSES EUROPEOS

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

(p): Previsiones • (e): Estimaciones. <sup>2</sup> Dato actualizado semestralmente. <sup>4</sup> Albania, Armenia, Azerbaiyán, Bielorrusia, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Chipre, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Georgia, Hungría, Kazajstán, Letonia, Lituania, Macedonia, Moldavia, Polonia, República Checa, Rumanía, Rusia, Serbia, Turkmenistán, Turquía, Ucrania y Uzbekistán.

<sup>1</sup> Tasa de crecimiento anual.

<sup>3</sup> Miles de millones de dólares.

<sup>4</sup> Albania, Armenia, Azerbaiyán, Bielorrusia, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Chipre, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Georgia, Hungría, Kazajstán, Letonia, Lituania, Macedonia, Moldavia, Polonia, República Checa, Rumanía, Rusia, Serbia, Turkmenistán, Turquía, Ucrania y Uzbekistán.

## INDICADORES MACROECONÓMICOS AMÉRICA. NOVIEMBRE 2010

|                | PIB <sup>1</sup> |          |          | Inflación <sup>1</sup> |          |          | Saldo público sobre PIB |          |          | Balanza corriente <sup>2</sup> |          |          |
|----------------|------------------|----------|----------|------------------------|----------|----------|-------------------------|----------|----------|--------------------------------|----------|----------|
|                | 2009             | 2010 (p) | 2011 (p) | 2009                   | 2010 (p) | 2011 (p) | 2009                    | 2010 (p) | 2011 (p) | 2009                           | 2010 (p) | 2011 (p) |
| <b>AMÉRICA</b> |                  |          |          |                        |          |          |                         |          |          |                                |          |          |
| Argentina      | 0,9              | 8,0      | 5,0      | 7,7                    | 11,3     | 11,8     | -0,6                    | -0,4     | -1,3     | 11,5                           | 6,2      | 3,4      |
| Bolivia        | 3,4              | 3,8      | 3,9      | 0,3                    | 4,0      | 4,7      | n.d.                    | n.d.     | n.d.     | 0,8                            | 0,9      | 1,0      |
| Brasil         | -0,2             | 7,6      | 4,5      | 4,3                    | 5,4      | 4,9      | 7,8                     | 2,7      | 2,4      | -24,3                          | -48,8    | -63,8    |
| Chile          | -1,5             | 5,3      | 6,0      | -1,4                   | 3,2      | 3,3      | -4,5                    | -2,2     | -1,0     | 4,2                            | -0,8     | -3,0     |
| Colombia       | 0,8              | 4,4      | 4,4      | 2,0                    | 2,8      | 3,6      | n.d.                    | n.d.     | n.d.     | -5,1                           | -5,4     | -5,6     |
| México         | -6,5             | 4,9      | 3,5      | 3,6                    | 4,3      | 3,7      | -2,3                    | -2,6     | -2,3     | -5,7                           | -8,4     | -13,2    |
| Perú           | 0,9              | 7,9      | 5,8      | 0,2                    | 2,6      | 2,5      | n.d.                    | n.d.     | n.d.     | 0,2                            | -1,4     | -2,5     |
| Venezuela      | -3,3             | -2,7     | 0,7      | 26,9                   | 29,0     | 29,4     | -5,1                    | -2,1     | -2,9     | 8,6                            | 19,1     | 18,5     |
| América Latina | -1,7             | 5,6      | 4,0      | 5,7                    | 7,2      | 7,0      | 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             | 3,0      | 2,4      | 0,3                    | 1,7      | 2,1      | n.d.                    | n.d.     | n.d.     | -38,1                          | -39,1    | -30,3    |

<sup>1</sup> Tasa de crecimiento anual. <sup>2</sup> Miles de millones de dólares. (p): Previsiones

## INDICADORES MACROECONÓMICOS ASIA/PACÍFICO. NOVIEMBRE 2010

|                      | PIB <sup>1</sup> |          |          | Inflación <sup>1</sup> |          |          | Balanza corriente <sup>2</sup> |          |          |
|----------------------|------------------|----------|----------|------------------------|----------|----------|--------------------------------|----------|----------|
|                      | 2009             | 2010 (p) | 2011 (p) | 2009                   | 2010 (p) | 2011 (p) | 2009                           | 2010 (p) | 2011 (p) |
| <b>ASIA/PACÍFICO</b> |                  |          |          |                        |          |          |                                |          |          |
| China                | 9,1              | 10,1     | 9,1      | -0,7                   | 3,0      | 3,0      | 297,1                          | 268,3    | 276,8    |
| India                | 7,4              | 8,4      | 8,5      | 12,4                   | 9,4      | 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              | 6,0      | 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    |

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

Fuente: Consensus Forecasts, Comisión Europea y elaboración propia.

Fuente: Consensus Forecasts.

Fuente: Consensus Forecasts.

## COMERCIO EXTERIOR POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. ENERO - SEPTIEMBRE 2010

|                      | Exportaciones    |              |             | Importaciones    |              |             | Saldo            |
|----------------------|------------------|--------------|-------------|------------------|--------------|-------------|------------------|
|                      | Millones euros   | % total      | % 10/09     | Millones euros   | % total      | % 10/09     | Millones euros   |
| Andalucía            | 13.308,7         | 9,9          | 27,7        | 17.046,5         | 9,8          | 31,3        | -3.737,9         |
| Aragón               | 6.102,8          | 4,5          | 18,0        | 5.168,3          | 3,0          | 17,5        | 934,6            |
| Asturias             | 2.470,8          | 1,8          | 35,5        | 2.646,8          | 1,5          | 35,1        | -176,1           |
| Baleares             | 639,8            | 0,5          | -34,7       | 1.092,8          | 0,6          | 1,1         | -453,0           |
| Comunidad Valenciana | 13.204,0         | 9,8          | 12,4        | 14.327,2         | 8,2          | 21,3        | -1.123,3         |
| Canarias             | 1.436,6          | 1,1          | 30,0        | 3.322,9          | 1,9          | 27,4        | -1.886,3         |
| Cantabria            | 1.675,9          | 1,2          | 22,6        | 1.459,8          | 0,8          | 38,0        | 216,1            |
| Castilla-La Mancha   | 2.373,8          | 1,8          | 12,7        | 3.756,3          | 2,2          | 13,4        | -1.382,5         |
| Castilla y León      | 7.813,5          | 5,8          | 15,2        | 6.553,0          | 3,8          | 16,2        | 1.260,5          |
| Cataluña             | 35.340,9         | 26,2         | 17,1        | 49.163,9         | 28,2         | 13,8        | -13.823,0        |
| Ceuta                | 0,1              | 0,0          | -38,5       | 203,9            | 0,1          | 12,1        | -203,8           |
| Extremadura          | 940,6            | 0,7          | 4,0         | 730,1            | 0,4          | 9,6         | 210,5            |
| Galicia              | 10.993,6         | 8,1          | 10,4        | 9.754,9          | 5,6          | 5,4         | 1.238,7          |
| Madrid               | 15.320,8         | 11,4         | 8,3         | 37.033,6         | 21,3         | 1,2         | -21.712,8        |
| Melilla              | 3,2              | 0,0          | -48,1       | 94,6             | 0,1          | -13,4       | -91,4            |
| Murcia               | 3.631,0          | 2,7          | 15,9        | 5.369,9          | 3,1          | 10,6        | -1.739,0         |
| Navarra              | 5.453,2          | 4,0          | 37,2        | 3.301,0          | 1,9          | 25,9        | 2.152,1          |
| País Vasco           | 12.896,0         | 9,6          | 21,2        | 11.195,8         | 6,4          | 24,2        | 1.700,2          |
| La Rioja             | 916,7            | 0,7          | 3,7         | 699,1            | 0,4          | 18,7        | 217,6            |
| Sin determinar       | 403,5            | 0,3          | 45,1        | 1.341,8          | 0,8          | 32,4        | -938,4           |
| <b>Total</b>         | <b>134.925,3</b> | <b>100,0</b> | <b>16,7</b> | <b>174.262,3</b> | <b>100,0</b> | <b>13,9</b> | <b>-39.337,1</b> |

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

## COMERCIO EXTERIOR POR SECTORES ECONÓMICOS. ENERO - SEPTIEMBRE 2010

|                              | Exportaciones    |              |             | Importaciones    |              |             | Saldo            |
|------------------------------|------------------|--------------|-------------|------------------|--------------|-------------|------------------|
|                              | Millones euros   | % total      | % 10/09     | Millones euros   | % total      | % 10/09     | Millones euros   |
| Alimentos                    | 20.133,5         | 14,9         | 9,9         | 17.694,3         | 10,2         | 4,0         | 2.439,2          |
| Productos energéticos        | 6.555,0          | 4,9          | 25,5        | 31.971,5         | 18,3         | 28,6        | -25.416,5        |
| Materias primas              | 3.224,5          | 2,4          | 47,0        | 6.549,7          | 3,8          | 68,1        | -3.325,2         |
| Semimanufacturas no químicas | 16.479,9         | 12,2         | 25,1        | 13.054,9         | 7,5          | 25,1        | 3.425,0          |
| Productos químicos           | 21.082,8         | 15,6         | 23,7        | 26.855,6         | 15,4         | 12,8        | -5.772,7         |
| Bienes de equipo             | 26.915,1         | 19,9         | 14,5        | 34.127,6         | 19,6         | 7,7         | -7.212,5         |
| Sector automóvil             | 21.819,3         | 16,2         | 8,5         | 18.618,0         | 10,7         | -3,4        | 3.201,3          |
| Bienes de consumo duradero   | 2.535,2          | 1,9          | 5,3         | 5.805,7          | 3,3          | 24,9        | -3.270,4         |
| Manufacturas de consumo      | 11.761,3         | 8,7          | 8,4         | 18.851,7         | 10,8         | 12,2        | -7.090,4         |
| Otras mercancías             | 4.418,7          | 3,3          | 58,2        | 733,5            | 0,4          | 34,2        | 3.685,2          |
| <b>Total</b>                 | <b>134.925,3</b> | <b>100,0</b> | <b>16,7</b> | <b>174.262,3</b> | <b>100,0</b> | <b>13,9</b> | <b>-39.337,1</b> |

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



## INTERCAMBIOS COMERCIALES DE ESPAÑA POR ÁREAS GEOGRÁFICAS. ENERO - SEPTIEMBRE 2010

|                          | Exportaciones    |              |              | Importaciones    |              |                | Saldo            |
|--------------------------|------------------|--------------|--------------|------------------|--------------|----------------|------------------|
|                          | Millones euros   | % total      | % 10/09      | Millones euros   | % total      | % 10/09        | Millones euros   |
| <b>UNIÓN EUROPEA</b>     | <b>91.437,3</b>  | <b>67,8</b>  | <b>14,1</b>  | <b>95.852,3</b>  | <b>55,0</b>  | <b>7,6</b>     | <b>-4.414,9</b>  |
| <b>ZONA EURO</b>         | <b>75.143,9</b>  | <b>55,7</b>  | <b>13,8</b>  | <b>77.091,0</b>  | <b>44,2</b>  | <b>4,4</b>     | <b>-1.947,1</b>  |
| Francia                  | 25.014,4         | 18,5         | 11,9         | 18.961,3         | 10,9         | 2,9            | 6.053,1          |
| Bélgica                  | 3.752,4          | 2,8          | 16,9         | 4.467,6          | 2,6          | 12,6           | -715,1           |
| Luxemburgo               | 119,0            | 0,1          | -18,6        | 330,0            | 0,2          | 79,1           | -211,0           |
| Países Bajos             | 4.085,9          | 3,0          | 18,8         | 7.772,0          | 4,5          | 21,2           | -3.686,1         |
| Alemania                 | 14.174,8         | 10,5         | 8,7          | 20.948,7         | 12,0         | -8,1           | -6.773,9         |
| Italia                   | 11.634,1         | 8,6          | 21,8         | 12.149,5         | 7,0          | 12,9           | -515,4           |
| Irlanda                  | 554,3            | 0,4          | 29,7         | 2.442,5          | 1,4          | -17,9          | -1.888,2         |
| Portugal                 | 12.084,9         | 9,0          | 14,8         | 6.092,2          | 3,5          | 18,1           | 5.992,7          |
| Austria                  | 1.129,0          | 0,8          | 15,9         | 1.363,9          | 0,8          | 9,5            | -234,9           |
| Finlandia                | 394,2            | 0,3          | 21,3         | 777,0            | 0,4          | -8,9           | -382,8           |
| Grecia                   | 1.221,1          | 0,9          | -5,7         | 394,4            | 0,2          | 66,0           | 826,7            |
| Eslovenia                | 291,5            | 0,2          | 20,9         | 155,0            | 0,1          | 18,3           | 136,6            |
| Malta                    | 107,7            | 0,1          | 19,1         | 88,8             | 0,1          | 87,1           | 19,0             |
| Chipre                   | 254,6            | 0,2          | 96,9         | 9,0              | 0,0          | 41,7           | 245,6            |
| Eslovaquia               | 325,9            | 0,2          | 11,0         | 1.139,3          | 0,8          | 73,9           | -813,4           |
| <b>RESTO UE</b>          | <b>16.293,4</b>  | <b>12,1</b>  | <b>15,4</b>  | <b>18.761,3</b>  | <b>10,8</b>  | <b>23,0</b>    | <b>-2.467,9</b>  |
| Reino Unido              | 8.456,6          | 6,3          | 15,3         | 7.975,3          | 4,6          | 12,7           | 481,3            |
| Dinamarca                | 678,0            | 0,5          | 1,8          | 1.239,3          | 0,7          | -7,7           | -561,4           |
| Suecia                   | 1.061,7          | 0,8          | 17,3         | 1.677,1          | 1,0          | 7,9            | -615,4           |
| Estonia                  | 54,4             | 0,0          | 9,7          | 27,8             | 0,0          | -53,7          | 26,5             |
| Letonia                  | 57,8             | 0,0          | -0,8         | 49,4             | 0,0          | 11,5           | 8,4              |
| Lituania                 | 125,4            | 0,1          | 6,7          | 137,1            | 0,1          | 3,0            | -11,7            |
| Polonia                  | 1.985,5          | 1,5          | 9,4          | 2.246,8          | 1,7          | 34,7           | -261,3           |
| República Checa          | 1.113,8          | 0,8          | 19,2         | 1.616,7          | 1,2          | 38,0           | -502,9           |
| Hungría                  | 663,6            | 0,5          | 21,0         | 1.299,7          | 1,0          | 11,8           | -636,1           |
| Bulgaria                 | 224,9            | 0,2          | 2,9          | 257,4            | 0,1          | 12,5           | -32,5            |
| Rumanía                  | 606,4            | 0,4          | 21,8         | 765,2            | 0,4          | 39,6           | -158,9           |
| <b>RESTO EUROPA</b>      | <b>9.179,7</b>   | <b>6,8</b>   | <b>30,7</b>  | <b>10.731,1</b>  | <b>6,2</b>   | <b>12,4</b>    | <b>-1.551,5</b>  |
| Suiza                    | 2.481,7          | 1,8          | 28,4         | 1.950,7          | 1,1          | -4,3           | 531,0            |
| Noruega                  | 639,2            | 0,5          | 65,2         | 1.253,3          | 0,7          | -6,4           | -614,0           |
| Turquía                  | 2.694,0          | 2,0          | 41,6         | 2.250,3          | 1,3          | 18,7           | 443,7            |
| Rusia                    | 1.399,2          | 1,0          | 33,5         | 4.445,2          | 2,6          | 31,8           | -3.046,0         |
| Croacia                  | 147,6            | 0,1          | 0,3          | 37,9             | 0,0          | -0,3           | 109,7            |
| <b>AMÉRICA DEL NORTE</b> | <b>5.404,7</b>   | <b>4,0</b>   | <b>9,7</b>   | <b>7.313,4</b>   | <b>4,2</b>   | <b>5,7</b>     | <b>-1.908,8</b>  |
| EEUU                     | 4.744,5          | 3,5          | 8,8          | 6.696,7          | 3,8          | 5,2            | -1.952,3         |
| Canadá                   | 660,1            | 0,5          | 16,5         | 616,7            | 0,4          | 12,4           | 43,5             |
| <b>AMÉRICA LATINA</b>    | <b>7.074,1</b>   | <b>5,2</b>   | <b>30,2</b>  | <b>9.018,2</b>   | <b>5,2</b>   | <b>29,8</b>    | <b>-1.944,1</b>  |
| Argentina                | 583,7            | 0,4          | 33,3         | 1.174,7          | 0,7          | 16,1           | -591,0           |
| Brasil                   | 1.570,9          | 1,2          | 69,9         | 2.272,4          | 1,3          | 29,8           | -701,5           |
| México                   | 2.028,7          | 1,5          | 14,5         | 2.118,9          | 1,2          | 55,9           | -90,2            |
| <b>RESTO DE AMÉRICA</b>  | <b>159,9</b>     | <b>0,1</b>   | <b>-13,1</b> | <b>1.297,6</b>   | <b>0,7</b>   | <b>17,5</b>    | <b>-1.137,7</b>  |
| <b>ASIA</b>              | <b>10.295,7</b>  | <b>7,6</b>   | <b>30,8</b>  | <b>34.281,7</b>  | <b>19,7</b>  | <b>29,1</b>    | <b>-23.986,0</b> |
| Japón                    | 1.043,2          | 0,8          | 19,9         | 2.613,2          | 1,5          | 18,3           | -1.570,0         |
| China                    | 1.912,2          | 1,4          | 37,0         | 14.009,4         | 8,0          | 32,5           | -12.097,2        |
| Hong-Kong                | 522,0            | 0,4          | 39,3         | 213,1            | 0,1          | -2,6           | 308,9            |
| Corea del Sur            | 550,8            | 0,4          | 29,0         | 1.261,9          | 0,7          | -7,2           | -711,1           |
| India                    | 853,8            | 0,6          | 45,2         | 1.851,7          | 1,1          | 35,5           | -997,9           |
| Oriente Medio            | 3.497,3          | 2,6          | 19,0         | 8.042,5          | 4,6          | 47,0           | -4.545,2         |
| <b>ÁFRICA</b>            | <b>7.617,8</b>   | <b>5,6</b>   | <b>11,0</b>  | <b>15.124,6</b>  | <b>8,7</b>   | <b>23,2</b>    | <b>-7.506,8</b>  |
| Marruecos                | 2.517,4          | 1,9          | 12,3         | 2.049,7          | 1,2          | 17,9           | 467,7            |
| Argelia                  | 1.507,0          | 1,1          | -8,3         | 3.234,7          | 1,9          | 12,6           | -1.727,7         |
| Nigeria                  | 176,2            | 0,1          | 5,3          | 2.774,6          | 1,6          | 41,0           | -2.598,3         |
| Sudáfrica                | 623,5            | 0,5          | 64,3         | 662,8            | 0,4          | 1,7            | -39,2            |
| <b>OCEANÍA</b>           | <b>962,5</b>     | <b>0,7</b>   | <b>40,2</b>  | <b>627,3</b>     | <b>0,4</b>   | <b>25,3</b>    | <b>335,2</b>     |
| <b>SIN DETERMINAR</b>    | <b>2.793,7</b>   | <b>2,1</b>   | <b>13,3</b>  | <b>16,1</b>      | <b>0,0</b>   | <b>1.241,7</b> | <b>2.777,6</b>   |
| <b>TOTAL MUNDIAL</b>     | <b>134.925,3</b> | <b>100,0</b> | <b>16,7</b>  | <b>174.262,3</b> | <b>100,0</b> | <b>13,9</b>    | <b>-39.337,1</b> |
| <b>Pro memoria:</b>      |                  |              |              |                  |              |                |                  |
| TOTAL NO UE              | 43.487,9         | 32,2         | 22,7         | 78.410,0         | 45,0         | 22,8           | -34.922,1        |
| TOTAL NO ZONA EURO       | 59.781,3         | 44,3         | 20,6         | 97.171,3         | 55,8         | 22,8           | -37.390,0        |
| OCDE                     | 105.520,2        | 78,2         | 15,1         | 113.718,4        | 65,3         | 7,8            | -8.198,2         |
| NAFTA                    | 7.433,3          | 5,5          | 10,9         | 9.432,3          | 5,4          | 14,0           | -1.999,0         |
| MERCOSUR                 | 2.282,3          | 1,7          | 57,8         | 3.692,3          | 2,1          | 28,1           | -1.410,1         |
| OPEP                     | 4.684,8          | 3,5          | 4,2          | 17.430,9         | 10,0         | 35,2           | -12.746,2        |

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



«La experiencia nos dice que el proteccionismo no es solución. Acaba siendo pan para hoy y hambre para mañana»

## Señales proteccionistas

No hace falta ser el gestor de una empresa con gran proyección internacional para estar preocupado por los acontecimientos económicos y financieros en la escena global. A las inquietudes acerca de la debilidad de la recuperación en muchas de las economías avanzadas, se añade la incapacidad de los reunidos en torno al G-20 en Seúl para eliminar los riesgos proteccionistas que han emergido en los dos últimos meses de la mano de las cada día más frecuentes formas de manipulación de los tipos de cambio. La distancia a la temida escalada de tensiones entre competidores está un poco más cerca. La tentación de algunos Gobiernos de encontrar vías rápidas con las que reducir el elevado desempleo es la principal motivación de esas tensiones, que podrían pasar a mayores. La experiencia nos dice que el proteccionismo no es solución. Acaba siendo pan para hoy y hambre para mañana, pero es verdad que tiene una dimensión política, potenciadora de ciertos nacionalismos económicos, que pueden aportar sus dividendos electorales. Mal favor harán, sin embargo, los Gobiernos que recurran a ese tipo de decisiones o no atajen esas tentaciones. El recuerdo de los años treinta debería ser suficiente.

La inquietud que habíamos albergado en las últimas semanas, cuando, a las tensiones bilaterales entre los Gobiernos de EEUU y China, se añadieron las de algunas otras economías avanzadas y de más emergentes, no ha desaparecido. La secuencia es conocida: inundación de dólares asociada a la continuidad de la política de «relajación cuantitativa» de la Reserva Federal estadounidense, depreciación del dólar frente a todas las monedas, incentivos a invertir en aquellas economías emergentes con tipos de interés más elevados a los que se añaden las posibilidades de revalorización del

tipo de cambio, etc. Las respuestas de unos y otros han sido la escalada de intervenciones compradoras de dólares en los mercados de divisas y el establecimiento de penalizaciones a las entradas de capital extranjero. De las primeras, han sido sonadas las de los bancos centrales de Japón y Suiza; de las segundas, las muestras están en Brasil, Corea del Sur, Tailandia e Indonesia. Son decisiones no irreversibles, pero conviene recordar que fueron devaluaciones competitivas las que precedieron en los años treinta a aquellas «políticas de empobrecimiento del vecino» que derivaron en serias limitaciones al libre comercio.

Uno de los perjudicados de esas tensiones ha sido el euro. Su apreciación no es precisamente una buena noticia. La recuperación en las economías de la eurozona está lejos de asegurada y un encarecimiento de las exportaciones no la facilita. Ha hecho bien el BCE en no intervenir en esta «guerra cambiaria», pero, mientras las tensiones sigan, sería bueno que no se precipitara en la retirada de estímulos monetarios, que seguirán siendo necesarios, al menos para que los bancos de la eurozona aceleren su saneamiento y, de esta forma, hagan lo propio con la necesaria transmisión crediticia. No es un empeño fácil, porque, a los efectos de esas guerras cambiarias, se añaden los de la segunda edición de tensiones en los mercados de deuda pública europeos de la mano de la renovada desconfianza sobre la solvencia de Irlanda. Se trata de un contexto, en definitiva, que hace más necesaria que nunca la cooperación entre los Gobiernos, ya sea en el hoy más cuestionado G-20 o, quizá mejor, en el seno de un renovado fondo monetario internacional en el que se acaban de reconocer posiciones a las economías emergentes más acordes con su envergadura en la producción y el comercio global ::

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