



## Empresa Global

Nº 111 (octubre 2011)

### EDITA

Analistas Financieros Internacionales (Afi)  
C/ Españaoleto, 19-23. 28010 Madrid  
Tel.: 91 520 01 50/80/66 • Fax: 91 520 01 49  
E-mail: ediciones@afi.es • www.eeg.afi.es

**DIRECTOR** Javier Paredes

**COORDINACIÓN DE REDACCIÓN** Esther Aragón

### COLABORAN EN ESTE NÚMERO

Paula Ameijeiras, Yolanda Antón, Miguel Arregui, Sara Balaña, David Cano, Javier Castelo, Cristina Colomo, Ana Domínguez Viana, Guillermo Fernández Dono, María Fernández García, Pablo Guijarro, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Matías Lamas, Verónica López Sabater, Javier López Somoza, Álvaro Martín Enriquez, Emilio Ontiveros, Esther Rodríguez Fernández, Javier Santiso.

### 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*

**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

# Relaciones euro-mediterráneas

Único espacio marítimo conocido en la Antigüedad, el Mediterráneo no representa en la actualidad más que una quinta parte de la superficie marítima utilizada por las líneas de navegación.

Pero la importancia de un mar o un océano no radica en su extensión, sino, sobre todo, en su posición geográfica. Por ello, el Mediterráneo, que baña nada menos que tres continentes, es y seguirá siendo un espacio de indudable importancia estratégica no sólo para los países ribereños, sino para todas las naciones y, desde luego, para los intereses de la Unión Europea. No sorprende, por ello, que desde Bruselas se haya llevado a cabo una intensa política de cooperación con la región, que se concreta, en 1995, en el denominado Partenariado euro-mediterráneo o Proceso de Barcelona y que culmina, 13 años más tarde, con la creación de la Unión por el Mediterráneo.

Sin renunciar a sus objetivos iniciales de convertir la cuenca mediterránea en un espacio común de paz, estabilidad y prosperidad, la Unión por el Mediterráneo, además de incrementar el número de los Estados miembros y crear una secretaría permanente con sede en Barcelona, establece una serie de prioridades de actuación en torno a seis proyectos prioritarios, entre los que destacan la elaboración de un plan solar mediterráneo o el desarrollo de una iniciativa de apoyo a las microempresas y pequeñas y medianas empresas.

El balance de estos 15 años de cooperación euro-mediterránea es mixto. En el activo, figura la conclusión de acuerdos de asociación con algunos de los países de la región para la progresiva liberalización de los intercambios comerciales. Hasta la fecha, la UE ha firmado este tipo de acuerdos con el Líbano, Argelia, Egipto, Jordania, Israel, Marruecos y Túnez. Sin embargo, los avances hacia una mayor integración económica y política han sido limitados. Probablemente, parte de la responsabilidad la tiene la fuerte heterogeneidad que caracteriza a los países de la región, con identidades culturales, niveles de desarrollo económico, sistemas políticos y estructuras sociales muy diferentes. A esto se suma la existencia de conflictos históricos, que enfrentan a algunos de sus miembros, entre los que destaca el conflicto palestino-israelí.

Tras la Primavera árabe, a la Unión por el Mediterráneo se le abre, sin embargo, una nueva oportunidad de apoyar los procesos democratizadores impulsados por las sociedades civiles de algunos países de la región, al tiempo que incidir y trabajar conjuntamente con los nuevos Gobiernos salientes de las revoluciones para recuperar, cuando antes, la normalización política e institucional en los países afectados. Sin duda, aun cuando, a corto plazo, los inconvenientes de esta situación de transición política puedan ser más o menos severos, las oportunidades asociadas a una región más próspera y democrática son, a más largo plazo, evidentes. Sin renunciar al avance en otros campos, ésta ha de ser la prioridad de la política euro-mediterránea a lo largo de los próximos meses. Es preciso, además, actuar con rapidez para evitar que la lentitud en la implementación de las reformas pueda contribuir a generar un cierto desencanto en las poblaciones que impulsaron con verdadero entusiasmo el cambio político en sus respectivos países ::

INFORME PAÍS

**México: retos y oportunidades para 2012**

México, la segunda economía de América Latina, enfrenta retos de envergadura y complejidad. Con un año 2012 marcado por las elecciones presidenciales del mes de julio, no son pocas las voces que afirman que, a pesar de las dificultades, la grandeza y la fortaleza del país vencerán los actuales obstáculos.

Pag. 4

TEMA DEL MES

**Relaciones euro-mediterráneas: tres lustros de luces y sombras**

El Mediterráneo es una pieza clave para Europa. La gestión de los flujos migratorios, la diversificación de su aprovisionamiento energético, el aprovechamiento de las oportunidades de negocio que ofrece una región en plena expansión o la necesidad de mantener una estabilidad en sus fronteras son algunos de los factores que han llevado a la Unión Europea a desarrollar una relación de acercamiento y cooperación con los países del sur del Mediterráneo.

Pag. 10

NORTE Y SUR

**Adiós al viejo mundo**

JAVIER SANTISO

Pag. 23



ESTRATEGIA GLOBAL

**El peso de las economías emergentes**

MAURO GUILLÉN

Pag. 27



OBSERVATORIO EXTERIOR

**La IED mundial en 2010**

La UNCTAD, en su último *Informe sobre las inversiones en el mundo*, destaca la moderada recuperación de los flujos de inversión extranjera directa.

Pag. 15

**El acceso de las pymes a los mercados en el marco de la Small Business Act**

«Pensar primero a pequeña escala» es el principio de la iniciativa europea Small Business Act, concebida para apoyar la creación y el desarrollo de las pymes.

Pag. 19

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

**El programa Innternacionaliza impulsa la proyección exterior de la innovación española**

El CDTI ha llevado a cabo una amplia remodelación de sus instrumentos financieros para simplificarlos, hacerlos más accesibles, flexibles y transparentes. En ese proceso de cambio, ha nacido Innternacionaliza.

Pag. 24

FINANZAS PERSONALES

**A la espera de una agenda institucional exigente**

Aumentan los temores sobre la posible desaceleración económica a nivel global, traducidos en fuertes caídas en las principales Bolsas mundiales y repunte de los diferenciales de crédito de la deuda corporativa.

Pag. 28



RIESGO DE CAMBIO

**Contundente acción de Suiza en el mercado de divisas**

Tras los mínimos alcanzados por el franco suizo frente al euro y al dólar, el Banco Central de Suiza ha profundizado en su compromiso de frenar la revalorización de su divisa y reconducirla hacia cotas más compatibles con el nivel de equilibrio a largo plazo. ¿Cuáles son las implicaciones de esta decisión?

Pag. 31

EMERGENTES

**¿Qué hay detrás de la depreciación del real?**

El recrudescimiento de las tensiones en los mercados financieros en agosto ha provocado una intensa depreciación de las divisas emergentes frente al dólar y, en particular, del real brasileño.

Pag. 33



CUADRO DE MANDO FINANCIERO

**Liquidez y bancos centrales**

Nuevo frente abierto. En un contexto de deterioro cíclico a nivel global, que cada vez cuenta con más evidencias, en el que las políticas fiscales expansivas ya no acompañan, por lo menos es el caso del área euro, y con la crisis soberana todavía en la agenda institucional, los problemas de financiación mayorista se han ido intensificando.

Pag. 36

MERCADOS FINANCIEROS

**«Flash crash»**

DAVID CANO

Pag. 35



EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN

**«Nuestro modelo es adaptable a cualquier mercado»**

Según los resultados derivados de un reciente informe de una consultora especializada, la fórmula de la franquicia parece estar capeando razonablemente la más profunda crisis económica de los últimos decenios. Carlin, a cuyo director de Marketing, Francisco Tornamira, entrevistamos, es la franquicia de papelería líder de nuestro país.

Pag. 38

GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

**Selección: el panorama ha cambiado**

Tanto en épocas de crisis como de bonanza, el talento es un bien necesario para las empresas, pero así como, en momentos de crecimiento económico, se convierte en un recurso escaso por el que competir y, por tanto, caro, el nuevo escenario provocado por la crisis pone en el mercado buenos profesionales dispuestos a aceptar condiciones económicas que un año atrás no habrían aceptado.

Pag. 42

EMPRESA, TECNOLOGÍA E INTERNET

**Y Amazon aterrizó en España**

El sector editorial ha tardado demasiado en comprender el alcance de la inapelable transformación hacia el mundo digital. Ahora, la llegada de Amazon a España debería servir como estímulo para sus competidores nacionales, que, por fin, tendrán un referente innovador.

Pag. 44

GESTIÓN EMPRESARIAL

**¿Está sustentada la caída de la Bolsa en los principales parámetros de valoración?**

Analizamos si la caída de las valoraciones se encuentra sustentada en la modificación de las variables fundamentales empleadas en los métodos de valoración generalmente aplicados por el mercado o si, por el contrario, responde a comportamientos de «huida hacia la calidad» desde los mercados bursátiles a otras alternativas de ahorro.

Pag. 45

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

**Reforma de la ley de sociedades de capital**

Pag. 49

HOMO OECOMICUS  
**La misma gelatina con mucho sufriendo**  
JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 51



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

**Dos caras de una misma moneda**

El colapso de la demanda interna, con una corrección acumulada que supera ya el 10%, y del mercado laboral (estamos en niveles de ocupación de finales de 2004) son los principales exponentes de la fractura del binomio financiación-crecimiento.

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

PASEO GLOBAL  
**Emergentes rescatando**  
EMILIO ONTIVEROS

Pag. 64





Escultura precolombina Chac Mool, Cancún.

[Photodisc]/Thinkstock

# México



Ciudad de México.

[iStockphoto]/Thinkstock

Todo parece indicar que las elecciones presidenciales de julio de 2012 devolverán la jefatura de los Estados Unidos Mexicanos al Partido Revolucionario Institucional (PRI) tras un período de 11 años de gobierno conservador del Partido de Acción Nacional (PAN) que «interrumpieron» 71 años de absoluto poder priista. Las perspectivas para el sexenio 2012-2017, teniendo en cuenta que México es uno de los pocos países en los que no existe un bipartidismo feroz (la tercera fuerza, el Partido de la Revolución Democrática -PRD-, tiene una representación del 14% en la Cámara de Diputados y la gobernación de siete de los 32 Estados) se presenta, en cuanto a la capacidad y voluntad de acometer las numerosas reformas estructurales pendientes, ciertamente complicado.

Sin haber caído en el grupo de las grandes víctimas de la crisis financiera internacional, México tampoco se encuentra hoy entre los países emergentes más dinámicos.

Aunque lejos de mostrar ritmos de crecimiento asociados a los BRIC, tras la espectacular caída del 6,2% del PIB en 2009, ha recuperado una senda de crecimiento estable, con un 5% en 2010 y en rangos del 3-3,5% para los próximos dos años, revisados no obstante a la baja desde niveles del 4,5% por los eventuales efectos de la crisis de deuda en Europa. La recuperación ha estado motivada en el último año por el impulso de las exportaciones de manufacturas y, en menor medida, por la recuperación de la demanda interna y de la inversión, reactivada tras un período de exceso de capacidad productiva. Sin presiones inflacionistas como las experimentadas en otros emergentes (caso destacado de Brasil), una mejora notable del nivel de ocupación (no así de la tasa de subempleo, en niveles superiores a los precrisis) y unas finanzas públicas coyunturalmente equilibradas (que no estructuralmente, como veremos más adelante), México presenta una

**NOMBRE OFICIAL:**  
Estados Unidos Mexicanos



**SUPERFICIE:** 1.964.375 km<sup>2</sup>

**CAPITAL:** Ciudad de México

**OTRAS CIUDADES:** Guadalajara, Monterrey, Nezahualcóyotl, Puebla, León, Ciudad Juárez, Tijuana

**SITUACIÓN GEOGRÁFICA:** En América del Norte, comparte frontera al norte con EEUU, y al sur con Belice y Guatemala. Linda al este con el golfo de México y el mar Caribe; al oeste con el océano Pacífico. También pertenecen al territorio mexicano algunas islas fuera del continente

**CLIMA:** tropical en el sur, seco en el norte y temperaturas templadas en las tierras altas.

**DIVISIONES ADMINISTRATIVAS:** 31 Estados y el Distrito Federal Ciudad de México. Los Estados se dividen en municipalidades

**POBLACIÓN:** 111,2 millones (2009)

**ESPERANZA DE VIDA:** 77,8 años (mujeres) y 73,1 años (hombres)

**GRUPOS ÉTNICOS:** descendientes de europeos, descendientes de nativos autóctonos de la región y mestizos.

**SISTEMA POLÍTICO:** república presidencial, con un Congreso constitucional

**IDIOMAS:** el español es el idioma oficial. Más de 60 idiomas indígenas, los principales: náhuatl, maya, mixtec, zapoteca

**MONEDA:** peso (MEX)

Fuente: Economist Intelligence Unit, septiembre 2011.

## retos y oportunidades para 2012

Miembro de la OCDE desde apenas unos meses antes del estallido de la crisis del tequila en 1995, México se convirtió en el primer país latinoamericano en formar parte del club de los países desarrollados. Hoy, la segunda economía de América Latina enfrenta retos de envergadura y complejidad derivados de la acumulación de reformas económicas e institucionales pendientes, del pulso que los dueños del narcotráfico imponen día a día a autoridades y ciudadanos y de un sistema político anclado en el pasado y sustentado en instituciones crónicamente débiles incapaces de asumir la descentralización federal de forma eficiente y eficaz. Con un año 2012 marcado por las elecciones presidenciales del mes de julio, no son pocas las voces que afirman que, a pesar de las dificultades, la grandeza y la fortaleza del país vencerán los obstáculos actuales. Nos sumamos a esta visión.

Verónica López Sabater



## PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	2007	2008	2009	2010	2011(e)	2012 (p)
Crecimiento real del PIB (%)	3,2	1,2	-6,2	5,4	3,4	3,1
Inflación anual (%)	3,8	6,5	3,6	4,4	3,8	3,6
Tasa de desempleo (%)	3,7	4,0	5,5	5,4	5,1	5,0
Balanza por cuenta corriente (mill. dólares)	-8.851	-16.339	-6.352	-5.626	-19.024	-26.732
Saldo presupuestario (% PIB)	0,0	-0,1	-2,3	-2,9	-2,5	-1,0
Deuda pública neta (% PIB)	31,1	35,6	36,9	36,9	37,5	36,3

(p): previsión (e): estimación

Fuente: Economist Intelligence Unit.

situación razonablemente alentadora para los años venideros, aunque no exenta de la urgente necesidad de abordar reformas de gran calado que permitan a sus empresas, instituciones y ciudadanos ser más productivos, más competitivos y alcanzar niveles de distribución de rentas y de dotación de servicios sociales públicos equiparables al resto de países de la OCDE.

El buen desempeño macro de la economía mexicana animó al Fondo Monetario Internacional (FMI) a aprobar el pasado mes de enero una línea de crédito flexible de más de 72.000 millones de dólares para respaldar las políticas macroeconómicas mexicanas ante eventuales shocks externos provocados por la incertidumbre y los vaivenes de los mercados internacionales de capital.

El indicador de riesgo país (EMBI +) situaba el diferencial de la deuda de México a mediados de septiembre en 232 puntos básicos (p.b.), nivel sólo por debajo, en la región, de Chile (147 p.b.), Colombia (209 p.b.) y Perú (224 p.b.) y por encima, aunque muy cercano, al de Brasil (235 p.b.). El nivel mínimo histórico del riesgo país de México (71 p.b.) se registró en junio de 2007, «instantes» antes de la irrupción de la crisis de las hipotecas *subprime* en EEUU, y el máximo (624 p.b.), en octubre de 2008, con la caída de Lehman Brothers.

### FRENOS AL CRECIMIENTO

La otra cara de la moneda es la que muestra que México presenta aún

fuertes debilidades en ámbitos de la competencia en sectores claves para la economía, constituyéndose en un auténtico freno al crecimiento en ámbitos tales como el energético y el de las telecomunicaciones. Las fuertes diferencias entre el norte y el sur del país, los desequilibrios urbano-rurales y la alarmante inseguridad de los últimos años contribuyen de forma continua a la obstaculización de un mayor crecimiento económico del segundo país más grande de la región.

La comparativa con Brasil resulta casi inmediata y, aunque el gigante sudamericano casi duplica en población a México, los dos son mercados inmensos con innumerables oportunidades para las empresas de nuestro país y receptores de excelencia de inversión extranjera directa (IED). Según el *Informe mundial de inversiones 2011*, de la Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD), México regresó a la lista de los principales 20 receptores de IED en el mundo en 2010 (posición décimo octava), con un volumen de 18.679 millones de dólares. Como emisor de inversiones, la IED mexicana en el exterior alcanzó su máximo histórico en 2010, al sumar 14.345 millones de dólares, duplicando los 7.000 millones de dólares registrados en 2009.

Un aspecto destacable que se viene consolidando en los últimos años es el cambio en la estructura de la IED recibida por México a favor de la inversión directa de largo plazo, debido, en gran medida, a la

importante actividad que en materia de atracción de inversiones extranjeras lleva a cabo la Administración central<sup>1</sup> y cada uno de los Gobiernos de los Estados, a la privilegiada situación geográfica del país y a los numerosos acuerdos de libre comercio de los que es parte, así como a la existencia de una legislación abierta y a la firma de varios acuerdos de protección y promoción de inversiones (APPRI), siendo el firmado con España en 2008 el primero de los suscritos por México.

La IED se canalizó principalmente a la industria manufacturera, que recibió el 42,3%, seguido de los servicios financieros (22,6%), otros servicios (16,1%), comercio (10,4%) y a otros sectores (8,6%). Provino principalmente de Estados Unidos, que participó con un 61,2% del total, seguido de Holanda (12,8%), Canadá (9,1%), España (5,5%), Reino Unido (3,7%), Japón (1,6%) y Singapur (1,4%).

Durante el período 1999-2009, el principal inversor en el país azteca fue EEUU, con el 54,1% del total, seguido de la UE, con el 33,8% (destacando España como segundo inversor absoluto en el país durante el período, con el 15,2% del total de IED europea, seguido de Holanda, con el 10,7%, Reino Unido, con el 3,3%, y Alemania, con el 1,7%) y Canadá, con el 3,8%.

### DEPENDENCIA DEL MERCADO ESTADOUNIDENSE

Una de las dimensiones en las que México enfrenta importantes retos es la derivada de ser vecino inmediato de los EEUU, potencia con la que comparte más de 3.300 km de frontera, un tratado de libre comercio desde 1994, intensos flujos migratorios y de remesas y una gran indefinición en el reparto de responsabilidades ante el aparentemente incontrolable problema del narcotráfico y la impunidad con la

<sup>1</sup> Los principales organismos nacionales en materia de promoción de la inversión son la Unidad de Promoción de Inversiones de México (UPI) de la Secretaría de Economía ([www.economia.gob.mx](http://www.economia.gob.mx)) y ProMéxico ([www.promexico.gob.mx](http://www.promexico.gob.mx)).

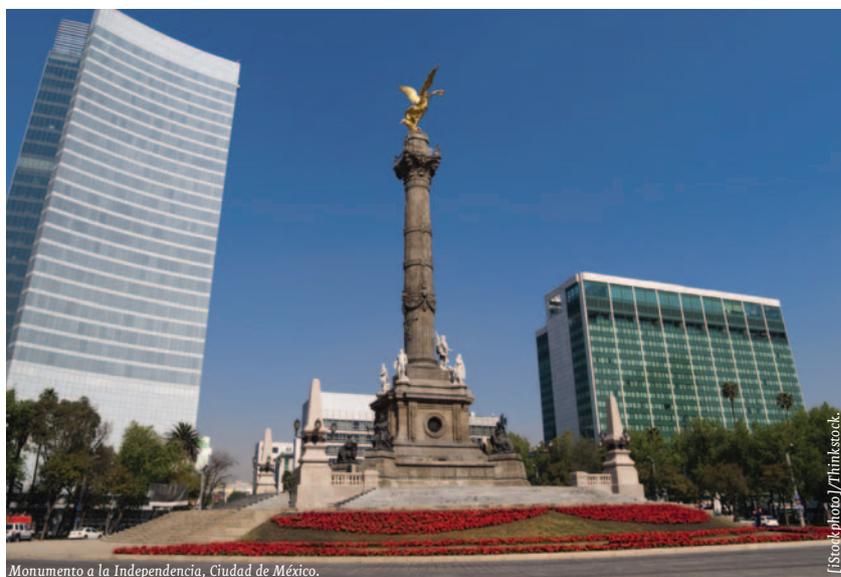
que los grupos de poder que lo controlan generan caos y destrucción, colocando a las autoridades mexicanas en el punto de mira de la opinión internacional por su aparente inoperancia.

EEUU es el principal socio comercial de México, destino del 80,52% de sus exportaciones y origen del 47,97% de sus importaciones, a muchísima distancia del segundo destino para los productos mexicanos, Canadá (3,65%) y otros como Alemania (1,4%), Colombia (1,09), Brasil (1,07%) y España (1,04%). Como proveedores destacan China (13,88%), Japón (4,86%), Corea del Sur (4,67%), Alemania (4,15%), Canadá (3,12%), quedando en este aspecto España en undécima posición con el 1,28% del total de las importaciones mexicanas.

**Sin haber caído en el grupo de las grandes víctimas de la crisis financiera internacional, México tampoco se encuentra hoy entre los países emergentes más dinámicos**

En materia de inversiones, el desarrollo del sector de la maquila, junto con el incentivo que supuso el tratado de libre comercio con América del Norte -TLCAN- (NAFTA, por sus siglas en inglés), contribuyó a atraer a México una voluminosa inversión extranjera dirigida a la industria manufacturera, concentrando, entre 1999 y 2009, aproximadamente el 43,5% de la IED recibida por el país. Al manufacturero le sigue en relevancia el sector financiero con el 25,3% del total en el período señalado. Comercio, transportes y comunicaciones atrajeron, respectivamente, el 8,1% y el 6,2% en ese mismo período.

En los últimos años, ha existido una fuerte competencia con China en la exportación de manufacturas a EEUU. Sin embargo, desde fecha más reciente, la conjunción de variables como la apreciación del yuan, junto con la escalada alcista de los salarios en China, han de-



Monumento a la Independencia, Ciudad de México.

#### 15 PRIMEROS CAPÍTULO IMPORTADOS POR ESPAÑA DE MÉXICO EN 2011

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
27	Combustibles, aceites minerales	1.381.608,81	79,17
85	Aparatos y material eléctricos	50.316,77	2,88
84	Máquinas y aparatos mecánicos	49.748,65	2,85
90	Aparatos ópticos, medida. médicos	44.934,14	2,58
3	Pescados, crustáceos, moluscos	32.574,39	1,87
99	Conjunt. de otros productos	21.638,46	1,24
39	Mat. Plásticas; sus manufacturas	16.631,22	0,95
40	Caucho y sus manufacturas	16.107,48	0,92
29	Productos químicos orgánicos	14.567,03	0,83
30	Productos farmacéuticos	13.550,37	0,78
28	Product. químicos inorgánicos	13.199,17	0,76
22	Bebidas todo tipo (exc. zumos)	8.925,45	0,51
72	Fundición, hierro y acero	6.677,81	0,38
74	Cobre y sus manufacturas	6.453,28	0,37
79	Cinc y sus manufacturas	6.049,92	0,35
	Subtotal	1.682.982,93	96,45
	<b>Total importaciones</b>	<b>1.745.007,00</b>	<b>100,00</b>

Fuente: ESTACOM y elaboración propia. Datos Ene-Jun 2011.

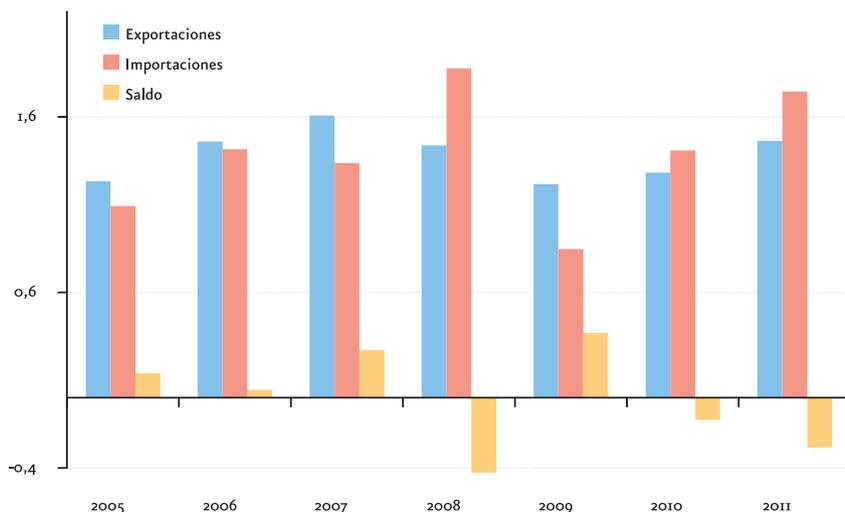
#### 15 PRIMEROS CAPÍTULO EXPORTADOS A MÉXICO DESDE ESPAÑA EN 2011

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
85	Aparatos y material eléctricos	198.573,82	13,58
84	Máquinas y aparatos mecánicos	184.832,58	12,64
87	Vehículos automóbiles; tractores	164.441,59	11,24
27	Combustibles, aceites minerales	120.816,43	8,26
88	Aeronaves, vehículos espaciales	78.386,19	5,36
62	Prendas de vestir, no de punto	60.045,71	4,11
73	Manuf. de fundic. hierro/acero	50.851,55	3,48
22	Bebidas todo tipo (exc. zumos)	41.477,52	2,84
29	Productos químicos orgánicos	40.403,33	2,76
49	Libros, publicaciones, artes gráf.	35.883,37	2,45
61	Prendas de vestir, de punto	35.725,72	2,44
72	Fundición, hierro y acero	32.327,37	2,21
39	Mat. plásticas; sus manufacturas	32.307,76	2,21
30	Productos farmacéuticos	31.192,65	2,13
94	Muebles, sillas, lámparas	28.341,29	1,94
	Subtotal	1.135.606,89	77,64
	<b>Total exportaciones</b>	<b>1.462.706,18</b>	<b>100,00</b>

Fuente: ESTACOM y elaboración propia. Datos Ene-Jun 2011.

## Balanza comercial hispano-mexicana\*

(miles de millones de euros)



\*Datos de enero a junio 2011.

Fuente: elaboración propia a partir de Datacomex.

vuelto a México la competitividad perdida en los últimos años. Además, México está siendo capaz de trasladar parte de su capacidad productiva hacia sectores de mayor valor añadido (aeronáutico, telecomunicaciones...), además de aprovechar las ventajas que la cercanía geográfica, el huso horario y, hasta cierto punto, la cultura, ofrecen ante su principal cliente.

Los riesgos de una segunda recesión estadounidense, dada la altísima dependencia de la economía mexicana de su vecino del norte, puede provocar que la tendencia de recuperación en México se vea interrumpida o, al menos, ralentizada en 2012.

### URGENCIA DE REFORMAS PENDIENTES

Las reformas que año a año han dejado de ser emprendidas por las autoridades (dejación en parte por la situación de mayoría relativa con la que los partidos asumen de forma recurrente la presidencia de la República) son hoy más necesarias que nunca. El envejecimiento de la población y la fuerte dependencia de los ingresos petroleros, que representan un tercio de los ingresos públicos, se constituyen en dos focos

de riesgo inminente para las arcas públicas, que, si bien mantienen unos parámetros adecuados en la actualidad, no podrán mantener la estabilidad en un futuro cercano.

### México presenta aún fuertes debilidades en ámbitos de la competencia en sectores clave para la economía

Si bien, como se ha señalado, los fundamentales macro de la economía mexicana presentan solidez y estabilidad, los retos permanecen en cuanto al necesario impulso del crecimiento generador de empleo, para cuyo desarrollo es fundamental abordar las reformas pendientes, señaladas por el FMI el pasado verano, en ámbitos tales como la promoción de la competencia en sectores claves de la economía; la mejora de la educación y flexibilidad laboral que permitan mejorar las capacidades de los recursos humanos en el mercado de trabajo y un aumento sostenido de la productividad; la ampliación del acceso a la financiación especialmente a la pyme, y el refuerzo de la seguridad interna para fomentar un mejor clima de inversiones y de negocios. Esto último, a pesar de que el informe *Doing Business* del Banco Mundial

para 2011, que establece un *ranking* de economías en función de la facilidad para hacer negocios, sitúa a México en la posición trigésimo quinta, avanzando posiciones desde el puesto cuadragésimo primero del año anterior y sensiblemente mejor posicionada que España (puesto cuadragésimo noveno).

En relación con el sector financiero, puede afirmarse que gran parte de las reformas ya tuvieron lugar en el pasado. Tras la crisis financiera de 1995, que supuso un reordenamiento del sistema financiero nacional y la entrada de fuertes inversiones extranjeras en el sector, las autoridades financieras se encuentran hoy muy preparadas para el ejercicio de una supervisión prudencial del más alto nivel. El país es actualmente un precursor en la región con la creación en julio de 2010 de un Consejo de Estabilidad Financiera encargado de vigilar los riesgos sistémicos y contribuir a coordinar los esfuerzos para hacer frente a potenciales vulnerabilidades financieras, y las entidades financieras mexicanas se encuentran preparadas para asumir los nuevos requerimientos de solvencia y liquidez que establece Basilea III, por lo que las autoridades estiman su adopción en 2012, con anterioridad a la fecha límite establecida.

No obstante lo anterior, queda pendiente una considerable reducción de la presencia de la banca pública de desarrollo, «distribuidora» de ingentes cantidades de recursos públicos con criterios alejados a los de eficiencia económica que no mejoran los indicadores de acceso a financiación que México ostenta, así como la ordenación del abultado segmento de entidades de financiación y de ahorro cooperativo rural, que, sin estar en gran parte sujeto a la normativa vigente, es fuente de importantes riesgos para millones de mexicanos que se encuentran desatendidos por las entidades financieras tradicionales.

Fruto de los procesos de privatización y fusión de los bancos mexicanos en la década de los noventa y primeros años del siglo XXI, el sector, en manos extranjeras en casi un 80%, ha quedado liderado por siete grandes instituciones: BBVA-Bancomer, Banamex-Citibank, Santander-Serfin, HSBC, Banorte, Scotiabank Inverlat y Banco Azteca.

### RELACIONES BILATERALES ESPAÑA-MÉXICO

La apertura internacional de México, iniciada a principios de los noventa del siglo pasado, ha seguido una senda creciente marcada por la firma de 12 tratados de libre comercio, que alcanzan hoy a los más importantes mercados del mundo (EEUU y Canadá en 1994, UE en 2000, gran parte de los países de la región y Japón en años más recientes) y que facilitan relaciones comerciales preferenciales con casi 50 países.

Como hemos visto, la UE es el segundo socio comercial de México y la segunda fuente de IED. Por su parte, España es el segundo inversor extranjero en México (detrás sólo de EEUU) y el primero de la Unión Europea, destacando las inversiones en el sector financiero, energético, telecomunicaciones y turismo. Con cifras actualizadas desde 2000 hasta marzo de 2011, la inversión neta española en México asciende a 20.669 millones de euros. A la inversa (IED mexicana en España), para ese mismo período, la cifra asciende a 660 millones de euros, aunque todo indica que próximamente seremos testigos de importantes inversiones mexicanas en nuestro país, como la anunciada por PEMEX en Repsol YPF.

En cuanto al comercio internacional, destacan las importaciones que España realiza de combustibles, aceites y minerales, que concentran el 79,2% del total importado, situando a México como uno de los principales suministradores de hidrocarburos a nuestro país, segui-

do de aparatos y materiales eléctricos (2,9%), máquinas y aparatos mecánicos (2,9%), aparatos ópticos (2,8%) y pescados, crustáceos y mariscos (1,9%).

Entre los principales productos españoles adquiridos por México en 2011, se encuentran aparatos y materiales eléctricos (13,58%), máquinas y aparatos mecánicos (12,64%), vehículos automotores y tractores (11,24%), combustibles, aceites y minerales (8,25%) y aeronaves y vehículos espaciales (5,36%). Todas estas partidas concentran más del 50% de las importaciones mexicanas procedentes de España.

### España es el segundo inversor extranjero en México (detrás sólo de EEUU) y el primero de la Unión Europea

La inversión española se concentra en sectores tales como el financiero (que acumuló el 28,94% del total de la IED española en México en el período 1999-2009) y las telecomunicaciones (24,76%), seguidos de turismo y construcción. Así, México se sitúa como el cuarto destino fuera de la UE para la inversión exterior española, detrás sólo de EEUU, Brasil y Argentina.

En este contexto, el Plan Integral de Desarrollo del Mercado (PIDM) del Instituto de Comercio

Exterior (ICEX), elaborado para México, establece como objetivos (i) aumentar la cuota de mercado española y el número de empresas con presencia permanente, (ii) afianzar la buena imagen de España y de los productos españoles en México, (iii) reforzar las relaciones institucionales y (iv) consolidar la presencia en sectores clave como las energías renovables, el medioambiente, las infraestructuras y el turismo. Identifica sectores de oportunidad para el comercio como aquellos relacionados con los productos agroalimentarios, los bienes de consumo (en particular, el hábitat y la moda), los de alto componente tecnológico (control de tráfico aéreo, infraestructuras de transporte, energías renovables, automoción, maquinaria y tecnologías de la información) y, en el ámbito de los servicios, el editorial, formación, franquicias e industrias culturales.

Como sectores de oportunidad para la inversión, el PIDM señala el de las energías renovables, tratamiento de residuos y/o aguas, infraestructuras (carreteras, hospitales, construcción y gestión, servicios conexos), energía, industria transformadora, turismo y automoción, en muchos de los cuales nuestras empresas ya cuentan con presencia. Es hora de incrementarla ::



Palacio de Bellas Artes, Ciudad de México.

# Relaciones euro-mediterráneas:



## tres lustros de luces y sombras

El Mediterráneo es una pieza clave para Europa. La gestión de los flujos migratorios, la diversificación de su aprovisionamiento energético, el aprovechamiento de las oportunidades de negocio que ofrece una región en plena expansión o la necesidad de mantener una estabilidad en sus fronteras son algunos de los factores que han llevado a la Unión Europea a desarrollar una relación de acercamiento y cooperación con los países del sur del Mediterráneo, primero, a través del Proceso de Barcelona y, más tarde, con la creación de la Unión por el Mediterráneo.

*Javier Paredes*

Las relaciones de la Unión Europea con el sur del Mediterráneo se han fundamentado en el convencimiento de que la seguridad de Europa pasa por la estabilidad y la prosperidad del Mediterráneo. Este interés geoestratégico se ha visto, además, reforzado por la creciente dependencia energética del sur de Europa de esta región. Conviene a este respecto recordar que los países MENA (Oriente Próximo y norte de África) poseen el 60% de las reservas de petróleo y el

45% de las de gas. Argelia figura, de hecho, como el tercer mayor suministrador de gas de Europa, por detrás de Rusia y Noruega, pero el primero en el caso de España e Italia.

En este sentido, no sorprende que Bruselas haya incorporado entre sus prioridades en materia de política exterior el desarrollo de una política de acercamiento y cooperación con la región, una tarea que, desde luego, no ha sido y no está siendo fácil por la

profunda heterogeneidad que caracteriza a los países que integran la zona. Y es que, aun cuando poseen algunas características comunes, de tipo cultural o religioso, nos equivocariáramos si asumiéramos que nos encontramos ante un conjunto homogéneo de Estados.

**Probablemente, el factor que más separa a las economías del sur del Mediterráneo y también el más problemático es el que tiene que ver con los conflictos políticos que mantienen algunos países entre sí**

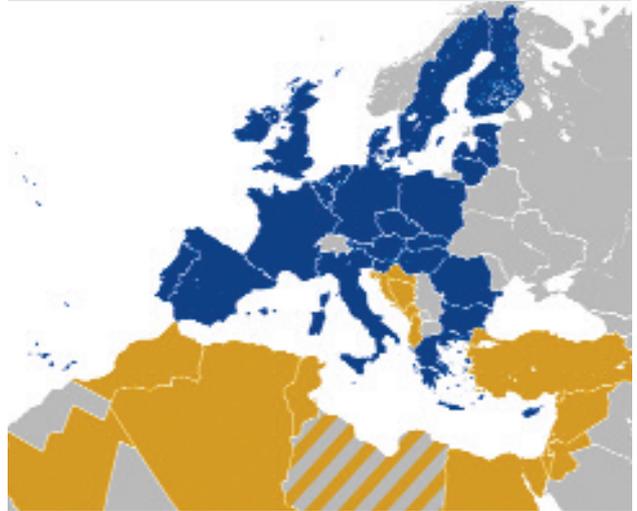
En primer lugar, existen, entre ellos, importantes diferencias en términos de población: Turquía y Egipto representan el 60% de la población de la región. A estas diferencias demográficas, se añaden disparidades en cuanto al nivel de desarrollo, con niveles de renta per cápita que varían desde los 1.400 euros de Siria a los 16.000 euros de Israel. La desigualdad en el ritmo de crecimiento es otro de los factores de diferenciación de los países de la región, incluso cuando los diferenciales hayan tendido a estrecharse a lo largo de los últimos años. Diferencias también en la estructura de sus economías, que lleva a distinguir los productores de hidrocarburos (Argelia y Libia, principalmente) de aquellos que no lo son. Pero, probablemente, el factor que más separa a estas economías y también el más problemático es el que tiene que ver con los conflictos políticos que mantienen algunos países entre sí. El conflicto palestino-israelí es tal vez el más grave, pero no es, ni mucho menos, el único.

Precisamente para limar estas diferencias y estrechar la brecha que todavía separa a los países de una y otra orilla del Mediterráneo<sup>1</sup>, la UE emprendió hace más de dos décadas un decidido proceso de acercamiento a la región con el objetivo de asegurar la estabilidad y la seguridad en unas de las regiones con mayores riesgos de inestabilidad del mundo.

#### **LAS RELACIONES EURO-MEDITERRÁNEAS: DEL PROCESO DE BARCELONA A LA UNIÓN POR EL MEDITERRÁNEO**

El Proceso de Barcelona de 1995, que da lugar al Partenariado Euro-Mediterráneo, es la culminación de un proceso de iniciativas anteriores encaminadas a fortalecer las relaciones bilaterales y reforzar la cooperación no sólo en el ámbito comercial, sino también en el político y en el socio-cultural, favoreciendo, al mismo tiempo, una mayor integración regional. En 2005, coincidiendo con el décimo aniversario del Pro-

#### **LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UNIÓN POR EL MEDITERRÁNEO**



Fuente: Wikipedia.

ceso de Barcelona, ambas partes concurren en que es necesario dar un nuevo impulso al proceso de cooperación euro-mediterráneo ampliando el número de sus miembros<sup>2</sup> y reforzando su estructura institucional. En 2008, nace la Unión por el Mediterráneo, a la que se la dota de una secretaría permanente con sede en Barcelona.

El balance de este proceso de acercamiento entre ambas orillas del Mediterráneo es, sin embargo, mixto. Entre sus principales logros, figura, sin duda, la conclusión de acuerdos de asociación con algunos de los países de la región para la progresiva liberalización de los intercambios comerciales. Hasta la fecha, la UE ha firmado este tipo de acuerdos con el Líbano, Argelia, Egipto, Jordania, Israel, Marruecos y Túnez. Pero los avances hacia una mayor integración económica y política han sido limitados, en parte, debido a los conflictos internos históricos que enfrentan a algunos de sus miembros, empezando por el conflicto palestino-israelí. Desde 2009, tras las operaciones de Israel en la franja de Gaza, se han suspendido, de hecho, los encuentros de alto nivel entre sus miembros a petición de Egipto y ha sido necesario proceder al nombramiento de un nuevo secretario general tras la dimisión del jordano Ahmad Massa'deh. Dicho nombramiento recayó el pasado mes de julio en el marroquí Youssef Amrani. Desde luego, las revueltas árabes tampoco han contribuido a restablecer la normalización en el funcionamiento de la institución, aun cuando sus consecuencias se antojan, a medio plazo, positivas

<sup>1</sup> Como apunta Iñigo Moré, la frontera mediterránea es una de las más desiguales del mundo: la renta per cápita de España multiplica por 11 la de Marruecos, más del doble que el escalón económico entre EEUU y México.

<sup>2</sup> La Unión por el Mediterráneo se compone de 44 miembros: los 27 de la Unión Europea, más Albania, Argelia, Bosnia-Herzegovina, Croacia, Egipto, Israel, Jordania, Líbano, Marruecos, Mauritania, Mónaco, Montenegro, Autoridad Palestina, Siria, Túnez, Turquía y la Liga Árabe.

El Partenariado Euro-Mediterráneo, antiguamente denominado «Proceso de Barcelona» es el marco de las relaciones entre los 27 Estados miembros de la UE y los 16 países de la región sur del Mediterráneo y de Oriente-Medio.

Además del cambio de denominación y el establecimiento de una sede en Barcelona, la creación de la Unión por el Mediterráneo en julio de 2008 contribuye a reactivar las relaciones entre ambas orillas del Mediterráneo a través de las siguientes iniciativas:

### **1. Descontaminación del Mediterráneo**

El proyecto tiene por objetivo apoyar la Iniciativa Horizonte 2020 y promover la buena gobernanza medioambiental, particularmente, la gestión del agua, en distintas políticas sectoriales. El objetivo es asegurar el acceso al agua potable en toda la cuenca mediterránea y optimizar el consumo sostenible del agua en agricultura, turismo, urbanismo, industria, gestión de aguas residuales, descontaminación, etc.

En la Conferencia Ministerial sobre Desarrollo Sostenible, celebrada en París en junio de 2009, se identificaron más de cien iniciativas ligadas a un nuevo programa sobre la gestión sostenible del agua y la descontaminación del Mediterráneo. La Comisión elaboró en noviembre de 2009 un informe de progreso sobre la iniciativa Horizonte 2020 y lanzó varios proyectos en este sentido.

### **2. Autopistas del mar y terrestres**

El proyecto de las Autopistas del mar y terrestres pretende aumentar el caudal y mejorar la circulación de mercancías y personas en el contexto mediterráneo a través de una mayor integración de los elementos que componen la cadena del transporte (tránsito terrestre, tránsito portuario, paso de fronteras, circulación marítima).

Este proyecto ha superado una primera fase de identificación de proyectos concretos, pero se enfrenta a dificultades serias de financiación que exigen la celebración de una reunión ministerial de transportes para adoptar proyectos y ponerlos en marcha.

### **3. Protección civil**

El programa conjunto de protección civil se ocupa de la prevención, preparación y respuesta a catástrofes naturales y de origen humano y tiene dos objetivos: mejorar la formación y capacidad de respuesta, tanto a escala nacional como internacional, y vincular progresivamente a los países de la ribera sur al mecanismo comunitario de protección civil. Para ello se dispone de un programa trienal 2009-2012 (Euromed PPRD South) y de unas reuniones periódicas a nivel de los directores generales de Protección Civil de los países UpM.

### **4. Energías alternativas: Plan Solar Mediterráneo**

El Plan Solar Mediterráneo es un proyecto que se centra en dos capítulos: por un lado, generar energía renovable (principalmente, solar) en los países de la ribera sur del Mediterráneo y, por otro, exportar parte de esa energía a la región y a Europa mediante el desarrollo de nuevas redes eléctricas y mejora de las ya existentes. Este ambicioso plan prevé llegar a los 20 GW de producción de energía limpia para lograr un 20% de ahorro de consumo en 2020, en lo que se denomina «objetivo 20x20x20».

Los países del sur cuentan para ello con dos activos relevantes, como son el disponer de espacios y niveles de radiación solar elevados. España posee un liderazgo industrial en la materia y tiene la infraestructura básica desarrollada (en particular, la conexión eléctrica con Marruecos). En febrero de 2010, se elaboró un borrador de estrategia del Plan Solar Mediterráneo que deberá ser aprobado en una próxima conferencia ministerial. Asimismo, se ha definido un proyecto de red eléctrica transmediterránea, Transgreen, que reúne a varias empresas en el ámbito del transporte, la producción y la gestión de redes eléctricas.

### **5. Enseñanza superior e investigación. Universidad Euromediterránea**

El objetivo final es crear un Espacio Euro-Mediterráneo común de Enseñanza Superior con el que se aspira a promover el diálogo intercultural, la convergencia de los sistemas educativos, desarrollar una red de instituciones universitarias y fomentar el intercambio de estudiantes.

La Universidad Euromediterránea fue inaugurada en junio de 2008 por el Presidente de la Comisión Europea y tiene su sede en la localidad costera de Piran (Eslovenia). Asimismo, en la reunión de ministros de Asuntos Exteriores celebrada en Marsella en noviembre de 2008, las delegaciones marroquí y eslovena acordaron desarrollar en la Universidad de Fez una Universidad Euromediterránea complementaria a la de Piran.

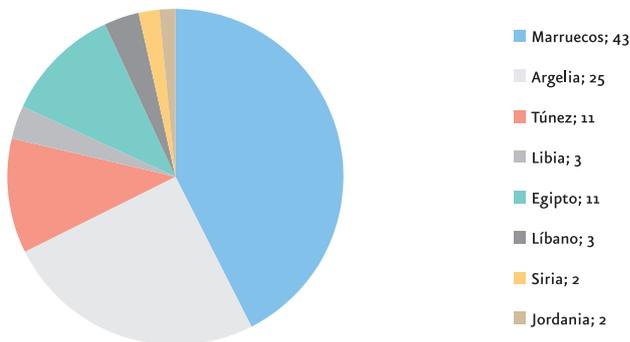
### **6. Iniciativa de Desarrollo Empresarial (pymes)**

La Iniciativa Mediterránea de Desarrollo Empresarial es uno de los proyectos más novedosos y avanzados dentro de la Unión por el Mediterráneo. Se trata de un plan conjunto lanzado en su origen por España e Italia cuyo objetivo último es apoyar a las pequeñas y medianas empresas de la ribera sur del Mediterráneo. El desarrollo de las pymes es imprescindible para fomentar la creación de empleo en el Mediterráneo, contribuir a la estabilidad social y a la integración de las economías de las dos riberas del Mediterráneo y, además, facilitar la transferencia de tecnología e innovación.

La iniciativa nació con vocación de inclusión tanto de nuestros socios europeos y mediterráneos como de las instituciones comunitarias, fundamentalmente el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y la Comisión Europea. El BEI, que opera en la región mediterránea a través de la Facilidad Euromediterránea para la Inversión y el Partenariado (FEMIP), ha mostrado desde el comienzo su interés en esta iniciativa, aunque todavía no se ha adoptado una decisión definitiva sobre la estructura operativa de la iniciativa (Unidad Empresarial Autónoma junto con una institución financiera existente que podría ser la FEMIP o creación de una nueva agencia).

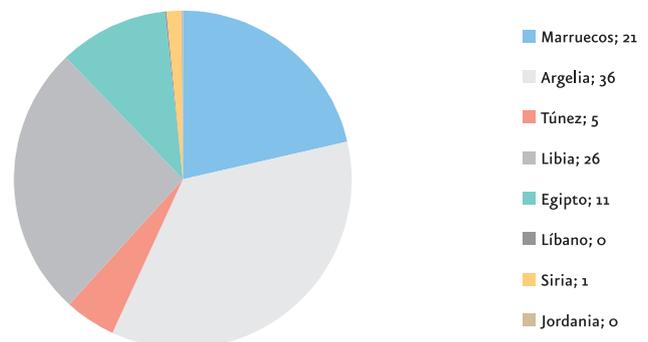
Fuente: Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación de España.

### Distribución geográfica de las exportaciones españolas a los países árabes del Mediterráneo (%)



Fuente: Ministerio de industria, Turismo y Comercio, con datos aduanas.

### Distribución geográfica de las importaciones españolas de los países árabes del Mediterráneo (%)



Fuente: Ministerio de industria, Turismo y Comercio, con datos aduanas.

#### EL IMPACTO DE LA PRIMAVERA ÁRABE

Como no podía ser de otro modo, las revueltas en el mundo árabe suponen un nuevo desafío para la consolidación de las relaciones euro-mediterráneas. Sin duda, la incertidumbre creada tras las revueltas y las caídas de algunos de los regímenes de la región, como Túnez o Egipto, podría alterar las relaciones de cooperación institucional y perjudicar, a corto plazo, los intereses de nuestras empresas en la región. En este sentido, no son pocas las empresas, entre ellas algunas españolas, que han interrumpido o aplazado sus relaciones con algunos de los países más afectados. Las estadísticas que proporciona Bénédicte de Saint-Laurent<sup>3</sup> son, a este respecto, muy elocuentes. Así, y según Anima-MIPO, el número de proyectos anunciados de IED en los países mediterráneos ha disminuido a un ritmo anual del 13% en el primer trimestre de 2011, con 184 proyectos, frente a los 845 en total de 2010, mientras que los acuerdos empresariales protagonizaban un retroceso mayor en el mismo período, desde los 511 proyectos en 2010 a los 76 proyectos en el primer trimestre de 2011.

**Entre los principales logros del proceso euro-mediterráneo, figura, sin duda, la conclusión de acuerdos de asociación por parte de la UE con algunos de los países de la región para la progresiva liberalización de los intercambios comerciales**

Como no podía ser de otra forma, los países más afectados son Túnez, Egipto y Libia, con retrocesos en el número de proyectos del 25% en el caso de Libia y del 50% en los de Túnez y Egipto. Otros, por el contra-

rio, como Marruecos no sólo no se han visto afectados por las revueltas, sino que, incluso, han experimentado un incremento en el número de proyectos de IED en el primer trimestre de 2011. Israel, por su parte, mantiene el ritmo de proyectos de 2010, mientras que Turquía sigue a la cabeza del ranking con 52 proyectos en el primer trimestre de este año. Estos dos países atraen, además, las tres cuartas partes de las sumas anunciadas en la región mediterránea.

Pero, a más largo plazo, las oportunidades asociadas a una región más democrática y próspera que se abren tras lo que se ha venido a denominar la «Primavera árabe» son, sin duda, más amplias que los inconvenientes que suscita. A Europa le corresponde ahora apoyar los procesos de transición democrática abiertos para que desemboquen cuanto antes en la normalización del funcionamiento de las instituciones de estos países y en la reactivación de sus economías, que devuelva la esperanza y la confianza a una población en la que el 60% tiene menos de 30 años. Si para algo han servido estas revueltas es, precisamente, para desvelar las auténticas necesidades de estas sociedades y para desmentir la presunción de que la promoción del desarrollo económico puede contribuir, por sí sola, a acabar con los regímenes autocráticos.

El intenso desarrollo que han protagonizado las relaciones económicas y comerciales entre las dos orillas del Mediterráneo pone, además, de manifiesto la importancia de los intereses mutuos que comparten Europa y las economías del sur de la cuenca mediterránea y aboga, si cabe de manera más apremiante, por el pronto restablecimiento de la normalidad en la región.

<sup>3</sup> Saint-Laurent, B. «Las revoluciones árabes ante Europa». *Economía Exterior*, nº 57, 2011.

## CRECIENTE INTEGRACIÓN ECONÓMICA ENTRE LAS DOS ORILLAS DEL MEDITERRÁNEO

Fruto de los acuerdos euro-mediterráneos de asociación, cuyo objetivo era la creación de una zona de libre comercio en el horizonte de 2010, los intercambios comerciales entre Europa y los países de la región se han intensificado a lo largo de los últimos 20 años de manera sorprendente. Como consecuencia de ello, las exportaciones e importaciones que realiza la UE con la región suponen en la actualidad el 10 y el 8,5%, respectivamente, de sus ventas y compras totales (más de 300.000 millones de euros). La dependencia de la región con respecto a Europa es todavía mayor si tenemos en cuenta que estos países realizan más de la mitad de sus intercambios con la UE, los dos tercios en el caso de Marruecos y los tres cuartas partes en el de Túnez.

### Las oportunidades asociadas a una región más democrática y próspera que se abren tras lo que se ha venido a denominar la «Primavera árabe» son, sin duda, más amplias que los inconvenientes que suscita a corto plazo

La mayor parte de las ventas que realiza la UE a la región se compone de productos manufacturados, principalmente maquinaria y equipos de transporte y productos químicos, mientras que las compras se centran en el petróleo y el gas, los textiles y confección y la maquinaria y equipos de transporte.

La Unión Europea es también el principal inversor en la región, con unas inversiones totales en 2007 de 85.000 millones de euros, concentrándose mayoritariamente en Israel y Egipto. A pesar de su favorable evolución, las inversiones directas extranjeras en los países del sur del Mediterráneo son reducidas si las comparamos con las que reciben otras regiones emergentes, como América Latina o Asia.

España, como no podía ser de otro modo, no ha permanecido ajena a este intenso proceso de integración euro-mediterráneo. De esta forma, en la última década, las exportaciones españolas al grupo de países árabes del Mediterráneo (Marruecos, Argelia, Túnez, Libia, Egipto, Líbano, Siria y Jordania) han crecido a una tasa media anual de cerca del 10%, casi seis puntos por encima a como lo han hecho el total de las ventas de España al exterior, hasta situarse en 2010 en los 8.110 millones de euros. Por su parte, las importaciones se han incrementado a lo largo del mismo período a un ritmo medio anual de más del 6%, casi tres puntos por encima al crecimiento registrado por el total de las compras españolas en el período, hasta alcanzar en 2010 los 12.850 millones de euros.

Junto a ello, el análisis de los intercambios comerciales de nuestro país con la región pone de manifiesto un elevado grado de concentración tanto sectorial como geográfico. De esta forma, las tres cuartas partes de las

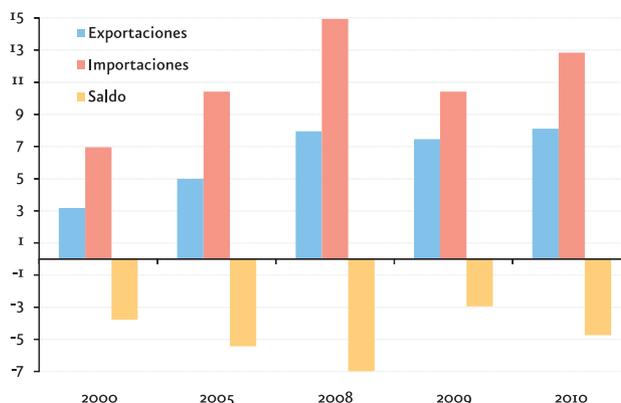
exportaciones se concentraron en 2010 en los sectores de semimanufacturas (37%), bienes de equipo (24,5%) y manufacturas de consumo (13%). Por su parte, las compras de productos energéticos acapararon casi el 70% de nuestras compras de la región de ese mismo año. Asimismo, cuatro países -Marruecos, Argelia, Túnez y Egipto- absorbieron el 90% de nuestras ventas, mientras que más del 90% de nuestras compras se concentraron también en cuatro suministradores: Argelia, Libia, Marruecos y Egipto.

Según datos del Ministerio de Industria y Comercio, son algo más de 27.000 las empresas españolas que en 2010 realizaron alguna operación de exportación con uno o varios países de la región y el 72% de las empresas que comercian con la región, unas 20.000 empresas, lo hacen con Marruecos.

Por su parte, en el período 2000-2010, las inversiones directas españolas en los países árabes mediterráneos alcanzaron los 4.500 millones (lo que supone poco más del 1% del total de nuestras inversiones en el exterior en dicho período), siendo Marruecos el principal destinatario de nuestras inversiones en la región, con el 70% del total.

La concentración de nuestras relaciones comerciales y de inversión con la región en Marruecos explica, en parte, que el impacto de la Primavera árabe haya sido menor al esperado. Pero, para España, como para el resto de sus socios europeos, la consolidación y el desarrollo de las relaciones con las economías del sur del Mediterráneo pasa por el restablecimiento de la normalidad en la región y la conclusión de los procesos de transición democrática que han iniciado algunos países del área. En esta tarea, la Unión por el Mediterráneo tiene un papel importante que desempeñar y debe aprovechar esta oportunidad para despejar las dudas que ha suscitado esta iniciativa a la vista de los pobres resultados que ha cosechado en sus poco más de dos años de vida ::

### Comercio exterior de España con los países árabes del Mediterráneo (miles de millones de euros)



Fuente: Ministerio de industria, Turismo y Comercio, con datos aduanas.

# La IED mundial en 2010



[Hemera]/Thinkstock

La Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), en su último *Informe sobre las inversiones en el mundo*, destaca la moderada recuperación de los flujos de inversión extranjera directa (IED), que aún no han alcanzado los niveles anteriores a la crisis. Dicha recuperación se prevé que tenga lugar a lo largo de los próximos dos años si no se registran nuevas conmociones económicas. El informe también destaca el protagonismo inversor que están cobrando algunos países emergentes y en desarrollo localizados en Asia oriental, sudeste asiático y América Latina.

Esther Rodríguez Fernández

## EVOLUCIÓN DE LA IED EN 2010 Y PREVISIONES PARA 2011-2013

En 2010, los flujos de entrada de inversión extranjera directa (IED) repuntaron un tímido 5% llegando a los 1,24 billones de dólares. Es un dato muy alentador, sobre todo si tenemos en cuenta que, en 2009, las entradas de IED habían caído un 32%, hasta los 1,18 billones. A pesar de lo positivo de la noticia, no hay que olvidar que, mientras la producción industrial y el comercio mundiales ya han alcanzado los niveles anteriores a la crisis, en 2010, las corrientes de IED se mantuvieron un 15% por debajo del promedio de los valores precrisis.

Entre los factores que explican la lenta recuperación de los flujos de IED se encuentra la reducción tanto en número (0,4% menos que en 2009) como en volumen (un 15,3% menos que en 2009) de las inversiones en nuevas instalaciones, que todavía hoy representan la mayor parte (el 68%) de la IED global. Como dato positivo podemos señalar que la segunda modalidad de entrada de flujos de inversión más importante, las fusiones y adquisiciones transfronterizas, se ha recuperado y han crecido un considerable 36% después de que, en 2009, experimentara una contracción del 34%.

En relación con los componentes de la IED, el *Informe sobre las inversiones en el mundo*, elaborado anualmente por la UNCTAD, en su edición 2011, destaca el aumento de los beneficios de las filiales extranjeras, especialmente en los países en desarrollo, lo que ha motivado un favorable incremento de la reinversión. Los restantes componentes de la IED (préstamos entre filiales e inversiones en capital), se han visto afectados por la incertidumbre que sufren los mercados mundiales de divisas y por la crisis de deuda soberana en Europa.

Para 2011, la UNCTAD prevé que las corrientes de IED prosigan su recuperación y que alcancen el nivel

anterior a la crisis: entre 1,4 y 1,6 billones de dólares. Para 2012, la misma fuente espera que sigan aumentando, hasta los 1,7 billones de dólares, y que, en 2013, lleguen a los 1,9 billones, equivalente al máximo registrado en 2007. Entre los motores del crecimiento previsto se encuentran la gran cantidad de efectivo del que disponen las empresas transnacionales, la reestructuración empresarial e industrial, la subida de las valoraciones bursátiles y la venta gradual por parte de los Gobiernos de las participaciones financieras y no financieras en las empresas que fueron adquiridas como medida de apoyo durante la crisis.

**En los próximos dos años, se espera que los flujos de IED alcancen los niveles anteriores a la crisis**

Sin embargo, hay factores de riesgo que pueden empañar este escenario y dañar la recuperación de la IED, como la generalización de la crisis de la deuda soberana, los desequilibrios de los sectores fiscal y financiero de algunos países desarrollados o la materialización de las señales de recalentamiento de las principales economías emergentes.

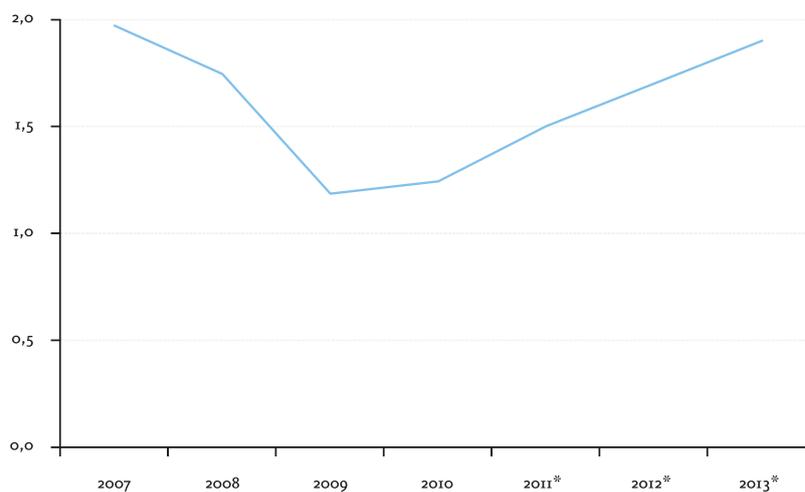
## LAS PAUTAS DE COMPORTAMIENTO GEOGRÁFICO DE LOS FLUJOS DE IED

En 2010, las economías en desarrollo adquirieron mayor importancia, tanto en términos de recepción como de emisión de IED. Conforme la producción internacional y, más recientemente, el consumo global se han ido desplazando hacia las economías en desarrollo y emergentes, las empresas transnacionales han empezado a invertir cada vez más en proyectos de mejora de eficiencia y en estrategias para penetrar en los mercados de esos países. Por primera vez, en 2010, las economías en desarrollo y en transición absorbieron más de la mitad de los flujos mundiales de IED. La mitad de las 20 principales receptoras de IED fueron economías en desarrollo o en transición y tres de ellas figuran entre los cinco mayores receptores de IED en el mundo, concretamente China (puesto número 2), Hong Kong (3) y Brasil (5).

Estos datos, sin embargo, ocultan las importantes diferencias que existen entre los distintos países emergentes y en desarrollo. Algunos de los países más pobres, entre los que se encuentran muchos africanos, los menos adelantados, los países en desarrollo sin litoral,

### Flujos de IED y proyecciones para 2011-2013

(billones de dólares)

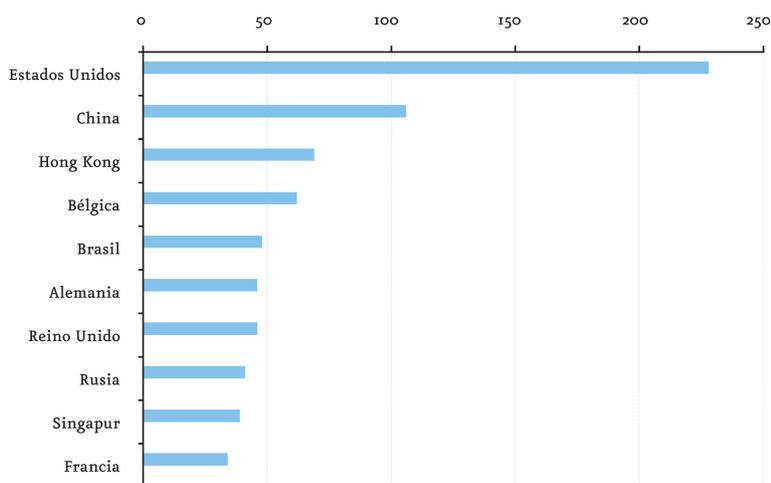


\* Proyección.

Fuente: UNCTAD, *World Investment Report 2011*.

## Principales países receptores de IED en 2010

(miles de millones de dólares)



Fuente: UNCTAD, World Investment Report 2011.

pequeños Estados insulares en desarrollo y países en Asia meridional, continúan registrando caídas en los flujos de IED, mientras que muchos países en Asia oriental, sudeste asiático y América Latina registraron incrementos en las entradas de flujos de inversión.

Los flujos de IED a los países africanos cayeron un 9% en 2010, hasta los 55.040 millones de dólares, siendo las empresas del sector primario -en especial, las petroleras-, las que dominaron las corrientes de IED hacia el continente.

En Asia meridional, los flujos de IED registraron una caída del 25%, hasta los 31.954 millones. No obstante, hay excepciones, como Bangladesh, centro de producción de bajo coste en la región, que vio cómo los flujos de entrada se elevaron un 30%.

En China, el mayor receptor entre los países en desarrollo y emergentes, el aumento alcanzó un 11%, hasta los 105.735 millones de dólares, observándose un desplazamiento de las inversiones de sectores intensivos en mano de obra hacia las industrias de tecnología y servicios. Algunos países miembros de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN, por sus siglas en inglés), entre los que se encuentra Indonesia, con

incrementos de recepción de IED del 173%, han ganado popularidad como centros de producción de bajo coste. En conjunto, el sudeste asiático ha experimentado un crecimiento del 24% en este rubro.

### Las economías emergentes son los nuevos motores de la IED mundial

América Latina y el Caribe observó un crecimiento del 13% en 2010, hasta los 159.171 millones de dólares, tras sufrir un retroceso del 32% en 2009. Destaca el comportamiento particularmente dinámico de Brasil, donde la IED creció un 87%, hasta los 48.438 millones de dólares, lo que representa un 2% de su PIB. Sobresalen en la región las inversiones de las empresas transnacionales asiáticas, mayoritariamente de China e India, responsables del 60% de la inversión total recibida por la región, concentrada en proyectos de explotación de recursos naturales, lo que ha suscitado cierta preocupación en algunos sectores que temen la vuelta al modelo de exportación intensiva de materias primas y de dependencia a la importación de productos manufacturados.

A pesar del mayor peso de las economías en desarrollo y emergentes en las corrientes de IED mundia-

les, Estados Unidos continuó siendo el principal receptor de flujos de inversión, con 228.249 millones de dólares (casi un 2% de su PIB), lo que supone un incremento de casi un 50% con respecto al año anterior, motivado, en parte, por la recuperación en la reinversión de los beneficios empresariales de la filiales extranjeras. Sin embargo, es necesario destacar que los flujos de entrada de IED en el mercado estadounidense son todavía el 75% de los registrados en 2008, año en el que se alcanzó el máximo histórico.

Europa ha sido la región donde los flujos cayeron más acusadamente, reflejo de la incertidumbre sobre el empeoramiento de la crisis de la deuda soberana, aunque, como es lógico, existen diferencias entre los países. Así, mientras que Italia y Reino Unido experimentaron caídas del 53 y del 36%, respectivamente, la IED en algunas de las otras grandes economías de la región se redujo sólo ligeramente, como en Francia (-0,4%), o, incluso, llegó a incrementarse, como en Alemania (23%).

En España, la inversión recibida se multiplicó por 2,7, hasta los 24.547 millones de dólares, si bien es cierto que se parte de un volumen de inversión muy reducido en 2009. Además, España fue el séptimo país por número de inversiones en nuevas instalaciones.

Finalmente, Japón registró una fuerte caída de los flujos de IED hasta niveles negativos (desde 11.939 millones de dólares hasta -1.251 millones de dólares), siendo más que probable que la tendencia se invierta durante este año debido a las intensas labores de reconstrucción en las que el país se encuentra inmerso.

Las salidas de IED procedentes de los países en desarrollo y emergentes también se incrementaron, concretamente un 21%, y alcanzaron los 327.564 millones de dólares, siendo los motores del crecimiento las empresas en el sudeste asiático, Asia oriental, África y América Lati-

na. Por el contrario, las salidas de IED procedentes de Oriente Medio se redujeron significativamente, un 51%, como consecuencia de las grandes desinversiones y la reorientación de las inversiones de las empresas de propiedad estatal hacia proyectos en los países de origen para apoyar a sus economías, debilitadas por la crisis.

### Las empresas transnacionales, especialmente las grandes empresas de propiedad estatal de los países BRIC, se han convertido en importantes inversores

En los últimos años, se observa cómo muchas de las empresas transnacionales de los países en desarrollo y emergentes están invirtiendo en otros mercados emergentes, donde la recuperación es más sólida y las perspectivas económicas son mejores. De hecho, en 2010, el 70% de la IED de estas economías tuvo como destino los mercados emergentes. En los últimos años, las empresas transnacionales, especialmente, las grandes empresas de propiedad estatal de los países BRIC (Brasil, Rusia, India y China), han ganado importancia como inversores como resultado del rápido crecimiento experimentado por sus economías, la disponibilidad de recursos financieros y su fuerte motivación para adquirir los recursos y activos estratégicos en el extranjero.

El dinamismo de las empresas transnacionales de estas economías contrasta con el débil ritmo de inversión en el exterior de las de los países desarrollados, que creció un 10%, hasta los 935.190 millones de dólares. Como cabe esperar, hay diferencias entre países. Así, mientras que las salidas de IED desde Europa y Estados Unidos se incrementaron (9,6 y 16%, respectivamente), los flujos japoneses se redujeron un 25%. Ante las perspectivas poco halagüeñas en los países desarrollados, muchas empresas transnacionales optaron por invertir en mercados emergentes. De hecho, casi la mitad de la IED en 2010 se llevó a cabo en las economías en desarrollo y emergentes en comparación con tan sólo un 32% en 2007.

### EL COMPORTAMIENTO DE LOS FLUJOS DE IED POR SECTORES

Por sectores, el valor de los proyectos de IED en la industria manufacturera aumentó en 2010 un 23%: la crisis ha afectado fuertemente a una gran variedad de industrias manufactureras y, por ello, muchas empresas se han visto obligadas a reestructurar sus actividades hacia otras más productivas y rentables dentro de este sector, lo que ha afectado positivamente a la IED.

La industria farmacéutica ha sido una de las que mejor ha soportado la crisis. La expiración de mu-

chas patentes internacionales de medicamentos, el envejecimiento de la población en los países desarrollados y la creciente demanda de fármacos en los países emergentes y en desarrollo han motivado que las empresas del sector inviertan en el establecimiento o compra de nuevas fábricas.

Como es lógico, las industrias más procíclicas, tales como metalurgia, equipos eléctricos, madera y sus derivados, se han visto afectadas por la crisis, tanto en términos de ventas como de beneficios y, como es de esperar, la inversión en ellas se ha reducido debido al exceso de capacidad existente.

Por su parte, la IED en el sector primario y extractivo disminuyó en 2010 un 30% a pesar de la creciente demanda internacional de materias primas y recursos energéticos y los altos precios de los productos básicos. En este sector, destacan las empresas dedicadas a la explotación de recursos naturales con una sólida situación financiera, principalmente procedentes de las economías en desarrollo y en transición, que realizaron en 2010 algunas adquisiciones importantes, como la compra del 40% de Repsol Brasil por el grupo chino Sinopec valorada en 7.000 millones de dólares.

Por su parte, la IED en el sector servicios mantuvo su tendencia a la baja en 2010 y descendió un 14%, hasta los 338.000 millones de dólares (29% del total). La mayoría de los principales rubros sufrieron descensos (servicios a empresas, finanzas, transporte y comunicaciones y servicios públicos), que, aunque a ritmos diferentes, fueron particularmente acusadas en el ámbito de los servicios financieros.

Como en tantos otros ámbitos de la economía, podemos estar hoy día presenciando un cambio estructural de patrón en el comportamiento de las inversiones fruto de la crisis y, fundamentalmente, de la consolidación del creciente peso relativo de las economías emergentes ::



[Hercal/Thinkstock]

# El acceso de las pymes a los mercados en el marco de la



## Small Business Act

[Hemera]/Thinkstock.

«Pensar primero a pequeña escala» es el principio rector de la iniciativa europea Small Business Act, concebida para apoyar la creación y el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas europeas y, con ello, favorecer la innovación, la competitividad y, por supuesto, la creación de empleo. El apoyo previsto encuentra en el acceso a los mercados un ámbito prioritario de actuación para conseguir los objetivos deseados.

Ana Domínguez Viana

### LA INICIATIVA *SMALL BUSINESS ACT*

Más del 98% del tejido empresarial europeo está integrado por pequeñas y medianas empresas (pymes<sup>1</sup>), cuyo universo se sitúa en torno a los 23 millones de negocios. Las pymes son responsables de alrededor del 80% de los puestos de trabajo creados en el último

lustro y son, por tanto, clave para garantizar la recuperación económica en la Unión Europea, como afirmaba el vicepresidente de la Comisión Europea y comisario de Empresa e Industria, Antonio Tajani, quien justificaba en este hecho la necesidad de proveer del máximo apoyo posible a las pymes. Y es

<sup>1</sup> Se consideran pymes las empresas con menos de 250 empleados, que no dependen de empresas de mayor dimensión y que cuentan con un volumen anual de negocios igual o inferior a 50 millones de euros y un balance general no superior a los 43 millones.

que apoyarlas para que puedan crear empleo es vital de cara a alcanzar una tasa de ocupación del 75% en la UE, fijada como objetivo para 2020.

Con la finalidad de establecer un marco político global de apoyo a las pequeñas y medianas empresas europeas, en 2008, la Comisión Europea lanzó la iniciativa Small Business Act para Europa (SBA), que se rige por el principio fundamental de «pensar primero a pequeña escala». En particular, la SBA busca impulsar el emprendimiento y fomentar la competitividad y el crecimiento sostenibles de las pymes permitiendo la superación de aquellos obstáculos que limitan su potencial.

A pesar de que, desde el punto de vista jurídico, la SBA no es vinculante, existe un compromiso de la Comisión Europea y de los 27 Estados miembros para poner en marcha las medidas oportunas que permitan ayudar a las pymes y mejorar el entorno en el que desarrollan sus actividades. De hecho, la implementación de la SBA conlleva la articulación de iniciativas y medidas de apoyo basadas en 10 principios fundamentales que deben guiar el diseño e implementación de políticas a nivel europeo y de cada uno de los Estados miembros.

### Posición destacada de las pymes dentro de la agenda política comunitaria

Tras el lanzamiento de la SBA, un primer informe de seguimiento se publicó a finales de 2009 y, en marzo de 2011, se realizó una nueva revisión fijando medidas encaminadas a dar respuesta a los nuevos retos surgidos con la crisis económica -mayores dificultades en el acceso a financiación y a los mercados- y propuestas para mejorar su implementación alineándose al proceso de consecución de los objetivos marcados por la Estrategia Europa 2020.

#### PRINCIPIOS FUNDAMENTALES DE LA SBA

- I. Establecer un marco en el que empresarios y empresas familiares puedan prosperar y en el que se recompense el espíritu empresarial.
- II. Garantizar que los empresarios honestos que hayan hecho frente a una quiebra tengan rápidamente una segunda oportunidad.
- III. Elaborar normas conforme al principio de «pensar primero a pequeña escala».
- IV. Hacer a las Administraciones públicas permeables a las necesidades de las pymes.
- V. Adaptar los instrumentos de los poderes públicos a las necesidades de la pyme: facilitar la participación de las pymes en la contratación pública y utilizar mejor las posibilidades de ayuda estatal ofrecidas a las pymes.
- VI. Facilitar el acceso de las pymes a la financiación y desarrollar un marco jurídico y empresarial que propicie la puntualidad de los pagos en las transacciones comerciales.
- VII. Ayudar a las pymes a beneficiarse más de las oportunidades que ofrece el mercado único.
- VIII. Promover la actualización de las cualificaciones en las pymes y toda forma de innovación.
- IX. Permitir que las pymes conviertan los desafíos medioambientales en oportunidades.
- X. Animar y ayudar a las pymes a beneficiarse del crecimiento de los mercados.

Fuente: Comisión Europea.



Fruto de dicha revisión, se establecen como prioritarios ámbitos tales como el acceso a financiación, la existencia de una normativa inteligente, el uso eficiente de los recursos, la promoción del emprendimiento -la creación de empleo y el crecimiento inclusivo-, así como el acceso de las pymes a los mercados.

#### APLICACIÓN EN ESPAÑA DE LA SBA

En España, el papel que desempeñan las pymes es si cabe mayor que para el conjunto de Europa, ya que el 99,9% de las empresas españolas son pymes y generadoras del 68% del VAB y del 78% del empleo. Por esto, desde las instituciones españolas, se ha adquirido un

compromiso firme para con la aplicación de la iniciativa Small Business Act.

Entre 2009 y 2011, se pusieron a disposición de emprendedores y pymes españolas cerca de 100.000 millones de euros, en más de cien programas, y acciones de diversa índole: financieras, fiscales, de promoción del espíritu emprendedor, de simplificación administrativa, de facilitación de la participación en contratos públicos o de aprovechamiento de los beneficios del Mercado Único, entre otros.

El informe de revisión de la SBA de 2011 destaca a España como referencia de buenas prácticas en aspectos tales como el cumplimiento de la duración máxima de los procesos jurídicos de liquidación de una empresa en concurso no fraudulento, la facilidad de acceso a financiación mediante el apoyo de esquemas públicos de garantías, la adopción de medidas para reducir las demoras en los pagos, la existencia de ventanillas únicas operativas, los trámites administrativos *online*, la concesión de financiación de capital riesgo y capital semilla a empresas innovadoras, el suministro de servicios

de asesoramiento sobre ahorro de costes y oportunidades de negocio en materia de eficiencia energética y el apoyo a la internacionalización empresarial.

Aunque todavía queda camino por recorrer, el balance de la aplicación de la iniciativa SBA en España, en el período 2009-2011, da señales positivas en el avance hacia un marco operativo más favorable para las pymes.

#### ACCESO A LOS MERCADOS

Uno de los ámbitos considerados actualmente prioritarios en materia de apoyo a las pymes es el relativo a la mejora del acceso a los mercados. En este sentido, en el marco de la SBA, se apela a la implicación de la Comisión Europea y de los Estados miembros para el aprovechamiento del mercado único y del crecimiento de presencia en mercados terceros.

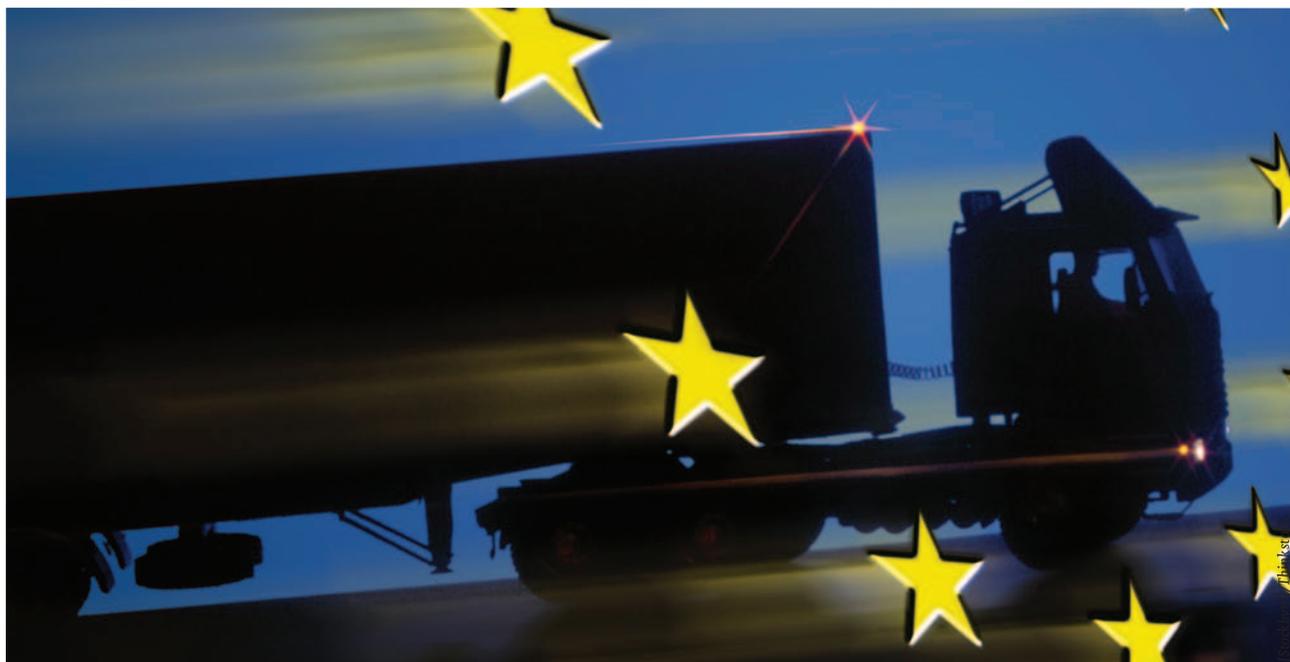
Las conclusiones del estudio de la Comisión Europea (2010) *Internationalisation of European SMEs* indicaban que un 25% de las pymes comunitarias son exportadoras (o, al menos, han exportado en los tres últimos años), de las que el 13% exporta a terceros países fuera de la UE, si bien sólo en-

tre el 7-10% venden a los BRIC (Brasil, Rusia, India y China), mercados de alto potencial.

Son diversas las trabas que enfrentan las pymes europeas a la hora de vender sus productos y servicios fuera de sus mercados domésticos y que se refieren a aspectos administrativos, técnicos, legales, financieros y otros. La salida al exterior para las empresas de menor dimensión no siempre es fácil y hechos como, por ejemplo, que, en el seno de la UE, más del 60% de las deudas comerciales entre Estados miembros (transfronterizas) resulten impagadas alimentan el contexto de dificultades. Por esto, la SBA plantea medidas que permitan asegurar unas condiciones óptimas para las pymes tanto en el acceso al mercado único como a terceros países.

#### Aprovechamiento del mercado único

En relación con el mercado único, formado por unos 500 millones de consumidores, las acciones que la Comisión Europea llevará a cabo se refieren a (i) diseño de un procedimiento uniforme que simplifique el cobro de deudas transfronterizas, (ii) análisis de prácticas comerciales abusivas en



la UE, (iii) propuesta de la base consolidada común del impuesto de sociedades, (iv) formulación de una nueva estrategia relativa al IVA, (v) suministro de información sobre el etiquetado de origen y sobre mecanismos de protección de los intereses de las pymes y (vi) revisión del sistema europeo de normalización.

Precisamente, en el ámbito de la normalización, dadas las necesidades en materia de conocimiento del marco normativo europeo por parte de las pymes, existe hoy una web, «Reglas del mercado de la UE»<sup>2</sup>, con información específica y, además, se está construyendo un portal sobre normalización.

Asimismo, la Comisión aboga por mejorar las capacidades de operativa electrónica dentro del mercado único con el reconocimiento, entre todos los Estados miembros, de la identificación y la autenticación electrónicas (como recoge el *Acta del mercado único*) y la revisión de la directiva sobre la firma electrónica.

Por su parte, la contribución de los 27 Estados se perfila en torno a dos grandes acciones. Por una parte, permitir que las pymes tengan acceso *online* a la normativa europea y sus modificaciones y, por otra, esforzarse en la aplicación del *Código europeo de buenas prácticas para facilitar el acceso de las pymes a los contratos públicos*. Cabe recordar que las pymes comunitarias son adjudicatarias de tan sólo un 34% de los contratos públicos de la Unión Europea.

### **Acceso a mercados de terceros países**

Respecto a los mercados extracomunitarios, y teniendo en cuenta que, en el último trienio, sólo una de cada ocho pymes comunitarias ha realizado operaciones en mercados fuera de la UE, la necesidad de intensificar los apoyos para la internacionalización es patente,

de ahí que el compromiso de la Comisión Europea en la reciente revisión de la SBA incluya el diseño de nuevas estrategias tanto para el apoyo a las pymes comunitarias en los mercados exteriores como para la creación de *clusters* y redes empresariales internacionales. Además, continuará promoviendo la supresión de barreras no arancelarias en los acuerdos comerciales y de aquellas trabas que dificultan el acceso a materias primas ayudando, a su vez, a la aplicación de los derechos de propiedad intelectual. También está contemplado el aprovisionamiento de más información sobre los instrumentos de defensa comercial, así como facilitar el apoyo a la pyme en su utilización.

### **Favorecer el acceso de las pymes a los mercados exteriores es una de las prioridades de la SBA**

En el contexto de los servicios de apoyo provistos por la UE, cabe hacer mención la Red Enterprise Europe, que engloba a más de 500 organizaciones (cámaras de comercio,

organizaciones empresariales, organismos de desarrollo regional, centros tecnológicos de universidades, además de otras redes europeas, como los centros europeos de información empresarial y los centros de enlace para la innovación) de 47 países, incluidos los 27 Estados miembros. A través de esta red, en el último bienio, se ofreció apoyo a más de dos millones de pymes con vocación internacional, apoyo que, a modo de ventanilla única, abarca el asesoramiento sobre actividades transfronterizas, aspectos legales, innovación y tecnología, acceso a financiación y cooperación empresarial, entre otros.

La base de datos de acceso a los mercados, los equipos de acceso a los mercados, el Centro Europeo de Empresas y Tecnología en India, el Centro de Apoyo a las Pymes Europeas en China (de más reciente creación) y, también en el mercado chino, el servicio de asistencia sobre derechos de propiedad intelectual (IPR-Helpdesk) son otros de los instrumentos a disposición de las pymes europeas ::

#### **CENTRO DE APOYO A LAS PYMES EUROPEAS EN CHINA**

El grado de intensificación que han experimentado los flujos comerciales entre la Unión Europea y China no tiene parangón en el contexto mundial. El mercado chino presenta una elevada complejidad legal y administrativa y no es sencillo su acceso por parte de empresas extranjeras, sobre todo de pymes. Es por esto por lo que la Unión Europea ha financiado con cinco millones de euros la creación del Centro de Apoyo a las Pymes Europeas en China.

Localizado en Beijing, entró en funcionamiento a principios de 2011 para promover las relaciones comerciales y de inversión entre la UE y China ofreciendo ayuda a las pymes europeas que desean exportar o invertir en el gigante asiático, principalmente, en las fases iniciales de acceso al mercado.

Entre los servicios ofertados, con carácter gratuito, se incluyen el suministro de información de mercado, sobre proveedores de servicios, aspectos legales, así como el asesoramiento en materia de recursos humanos y formación, certificaciones y barreras administrativas y aquellos aspectos técnicos que afectan a la entrada de mercancías en China, entre otros. También se pone a disposición de las empresas, de forma temporal (hasta un mes), un espacio en las propias instalaciones del centro para que puedan realizar la oportuna prospección del mercado y explotar las oportunidades de negocio que hayan identificado.

El centro cuenta con una sala de conferencias y otra de encuentros y eventos formativos para albergar distintas acciones promocionales y formativas de interés empresarial. Toda su actividad se desarrolla en colaboración con los Estados miembros, cámaras de comercio europeas y asociaciones industriales.

<sup>2</sup> [http://ec.europa.eu/small-business/most-of-market/rules/index\\_es.htm](http://ec.europa.eu/small-business/most-of-market/rules/index_es.htm).



«El anuncio de Standard & Poors pone de manifiesto que los emergentes se han transformado en protagonistas centrales de las finanzas globales»

## Adiós al viejo mundo

Los dominós siguen cayendo. Uno tras otro. La crisis financiera de 2008 no deja de multiplicar las paradojas.

Mientras los países de la OCDE vieron cómo sus deudas tomaban sendas explosivas, invitando cada vez más a comparaciones con las experiencias de los mercados emergentes de la década de los ochenta y los noventa, los mercados emergentes tenían que buscar enfriar el entusiasmo inversor. Mientras, por ejemplo, en América Latina, uno tras otro, los países lograban el grado de inversión - primero Brasil, luego Perú y, más reciente (parcialmente todavía), Colombia-, los países OCDE veían sus deudas y riesgos soberanos recalificados por las agencias de rating.

En agosto de 2011, otro dominó y tabú ha caído. Por primera vez, una agencia de rating, Standard & Poors, rebajaba la calificación de Estados Unidos (cuando unas semanas antes mejoraba la de Colombia a grado de inversión). La noticia no es trivial. Los bonos del Tesoro de Estados Unidos, hasta la fecha, eran considerados como los más seguros del mundo, incluso «libres» de riesgo según los mercados. Los *treasuries* desempeñan funciones cruciales en el sistema financiero internacional, siendo los más líquidos del mundo, activos refugio en período de estrés e, incluso, referencia absoluta para ponerle precio a todos los demás bonos del planeta. Cuando Brasil o Rusia emiten deuda, el precio de referencia se fija en función de los bonos estadounidenses. Toda la industria financiera se basa en este postulado de que los *treasuries* son los bonos de referencia por ser los más seguros, postulado que está ahora saltando por los aires.

Después de 2008, las primas de riesgos de muchos de los países de la OCDE comenzaron a converger con las de los mercados emergentes. Al tiempo que los primeros veían sus primas aumentar y, por lo tanto, sus calificaciones deteriorarse, los segundos veían cómo disminuían sus primas y mejoraban sus calificaciones. Hoy en día, Grecia está a la par con Argentina, considerada por los mercados como uno de los países con mayor probabilidad de impago o reestructuración de su deuda soberana. Por su parte, Brasil ostenta una prima de riesgo muy inferior a la de su antigua colonia, Portugal. En

abril de 2011, el ex presidente Lula incluso llegó a insinuar que Brasil podría rescatar Portugal comprando bonos lusos, mientras el *Financial Times* proponía, con cierta ironía, que Portugal aceptase ser anexada por Brasil para poder así solventar la crisis y reducir su prima de riesgo.

El anuncio de Standard & Poors pone también de manifiesto que los emergentes se han transformado en protagonistas centrales de las finanzas globales. Así, a mediados de 2011, los mayores tenedores de bonos estadounidenses ya no eran otros países OCDE: dentro de los 10 mayores tenedores, la mitad eran países emergentes. China lidera, ahora por delante de Japón y Gran Bretaña, con más de un tercio de sus 3.200 millones de dólares en reservas internacionales invertidos en bonos estadounidenses. De ahí que, apenas conocida la noticia de Standard & Poors, Beijing se apresurase, no sin ironía, a llamarle la atención a Washington para cuidar de que sus bonos no fueran todavía más recalificados, es decir, a darle consejos sobre cómo lidiar con su crisis. Pero China no es el único emergente que ostenta con opulencia bonos estadounidenses. Justo por detrás de Gran Bretaña aparece Brasil, con cerca de 200.000 millones de dólares invertidos en *treasuries*. Y le siguen otros tres países emergentes, Taiwán, Rusia y Hong Kong, todos ellos por delante ahora de Suiza, Canadá y Luxemburgo.

La geografía de las naciones no es cambiante. La geografía financiera sí lo es. Lo que estamos presenciando es un mundo donde las certidumbres más arraigadas de ayer se están cuestionando. Lo que parece seguro es que el mundo de ayer será muy diferente al mundo de mañana. Cuando Stefan Sweig se asienta en Brasil, a mediados del siglo pasado, escribe que es el país del futuro. Sin duda, los emergentes son países del futuro, pero se han convertido, sobre todo, en países del presente. China, Brasil, India, todos se han convertido en actores económicos industriales y financieros. Así, los países de la OCDE, con Estados Unidos a la cabeza, sin perder su protagonismo, verán cómo dejan de ser epicentros únicos del mundo, referencias absolutas con las cuales todo se mide y ello, incluso, en el mundo financiero ::

JAVIER SANTISO

es profesor de Economía de la ESADE Business School.  
E-mail: javiersantiso@me.com

# El «Programa Innternacionaliza» impulsa la proyección exterior de la innovación española



[Photodisc]/Thinkstock.

La innovación es, sin duda, una de las claves de la competitividad, sobre todo en un entorno como el actual. El Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial es el organismo público encargado de promover la innovación y el desarrollo tecnológico de las empresas españolas. El pasado mes de marzo, llevaba a cabo una amplia remodelación de sus instrumentos financieros con el objetivo de simplificarlos, hacerlos más accesibles, flexibles y transparentes. En ese proceso de cambio, nacía el «Programa Innternacionaliza», cuyo objetivo es apoyar la proyección internacional de las actividades de I+D+i de las empresas españolas.

*Departamento Internacional de Afi*

**E**n un entorno de debilidad de la demanda interna como el actual, parece lógico que los esfuerzos públicos se centren en apoyar la búsqueda de mercados alternativos por parte de las empresas españolas. Sin embargo, los presupuestos de los organismos con competencias en el apoyo a la internacionalización de las empresas, tanto en el ámbito estatal como en el regional, han registrado importantes recortes en los últimos años. Una de las excepciones a esta reducción generalizada de recursos ha sido el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI). Su presupuesto para el ejercicio 2011 no sólo no se ha reducido, sino que ha

experimentado un crecimiento del 19% respecto al ejercicio anterior, hasta alcanzar los 1.440 millones de euros.

**El «Programa Innternacionaliza» pretende apoyar a las pymes que, habiendo desarrollado una tecnología novedosa, quieran explotarla en el exterior**

El CDTI ha aprovechado, además, para llevar a cabo una profunda remodelación de sus instrumentos, haciéndolos más accesibles y transparentes. Junto a esto, se han creado nuevas iniciativas, entre las que destaca el programa Innternacionaliza, cuyo objetivo es

apoyar a las pymes que, habiendo desarrollado una tecnología novedosa, quieran explotarla en el exterior. Para presentar el programa, nos basaremos, principalmente, en la información contenida en la página web del CDTI ([www.cdti.es](http://www.cdti.es)).

#### OBJETIVOS

El programa tiene por objeto potenciar la explotación internacional de los resultados de las actividades de I+D realizadas por las empresas españolas a través de la concesión de ayudas financieras.

**Con cargo al programa se podrán financiar actividades de transferencia de tecnología, adaptación de la tecnología desarrollada a los requerimientos de mercados internacionales y acciones de promoción**

Sólo podrán acogerse a dicha financiación las actuaciones derivadas de un plan estructurado de internacionalización con objetivos empresariales bien definidos y un plan de trabajo coherente, pudiendo incluir actividades de transferencia de tecnología, adaptación de la tecnología desarrollada a los requerimientos de mercados internacionales y promoción.

#### BENEFICIARIOS

El programa está dirigido a las pymes españolas que quieran internacionalizar su tecnología. Dicha tecnología puede haber sido desarrollada por la empresa en un proyecto CDTI anterior, en un proyecto financiado por otra Administración o en un proyecto llevado a cabo con los recursos propios de la empresa.

La duración del proyecto será de entre seis y 24 meses.

#### MODALIDADES Y CUANTÍA DE LA FINANCIACIÓN

La financiación consta de dos tramos: un tramo reembolsable de hasta el 75% del proyecto y un tramo no reembolsable del 15%. Se indica, no obstante, que, hasta marzo de 2012, y siempre que exista disponibilidad presupuestaria, el tramo no reembolsable podrá alcanzar el 85% del importe del proyecto.

El tramo reembolsable se concede a un tipo de interés del 0%, con un plazo de amortización de 10 años y con un período de carencia de tres años.

El desembolso de la financiación se efectuará en dos plazos: un anticipo del 25% de la ayuda aprobada a la firma del contrato (con un límite de 300.000 euros) y el resto a la

finalización del proyecto. Con carácter previo a la certificación final del hito, la empresa deberá presentar una auditoría de los gastos que deberá ser aceptada por CDTI. Hasta marzo de 2012 inclusive, y sujeto a disponibilidad presupuestaria, el anticipo será del 30%, manteniéndose el límite absoluto.

#### CONCEPTOS FINANCIABLES

La financiación cubrirá los costes de derechos de propiedad así como aquellos asociados a los servicios de asesoramiento y apoyo a la innovación. De esta manera, se consideran financiables:

- Internacionalización de la propiedad intelectual
- Costes previos a la concesión del derecho en la primera jurisdicción, incluidos los costes relativos a la preparación y presentación de la solicitud, así como los de renovación de la solicitud en que se haya incurrido con anterioridad a la concesión del derecho.
- Costes asociados a la validación o concesión del derecho en otras jurisdicciones (costes de traducciones, etc.).
- Costes de defensa de la validez del derecho en que se haya incurrido con motivo de



la tramitación oficial de la solicitud y en eventuales procedimientos de oposición, aunque dichos costes se produzcan con posterioridad a la concesión del derecho.

### La financiación se instrumenta a través de dos tramos: un reembolsable y otro no reembolsable

- Servicios de asesoramiento y apoyo a la innovación
  - Asesoramiento en gestión, asistencia tecnológica y servicios de transferencia de tecnología. En particular, se financiarán las actividades de asesoramiento orientadas a la adaptación de tecnología para su internacionalización.
  - Asesoramiento sobre el uso de normas, en particular sobre homologaciones y certificaciones que faciliten la internacionalización.
  - Servicios de apoyo a la innovación ligados a actividades de internacionalización: bancos de datos, bibliotecas técnicas, estudio de mercados (estudios de promoción en el exterior).

### CRITERIOS DE EVALUACIÓN

La evaluación de los proyectos se llevará a cabo de acuerdo con los siguientes criterios:

- Impacto de las actividades del proyecto en la internacionalización de la empresa.
- Capacidad de la empresa para acometer las actividades de internacionalización propuestas.
- Mercado potencial de la tecnología.
- Nivel de la tecnología objeto de internacionalización.
- Efecto incentivador: con el fin de asegurar el carácter incentivador de la ayuda, sólo se podrán financiar proyectos que no hayan comenzado con anterioridad a la fecha de entrada de las solicitudes de ayuda ::

## LIDERAZGO TECNOLÓGICO ESPAÑOL

Desde luego, nadie cuestiona que a España le queda mucho camino por recorrer para mejorar su competitividad y desarrollar un modelo de crecimiento mucho más basado en el capital tecnológico y en la innovación.

El último informe del Foro Económico Mundial, *The Global Competitiveness Report 2011-2012*, recogía, no obstante, la positiva evolución de España en materia de competitividad, al mejorar nada menos que seis posiciones en el ranking internacional, siendo el país desarrollado que más habría mejorado su posicionamiento competitivo en el último año.

### ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD GLOBAL (ICG)

	Ranking	Nota
<b>ICG 2011-2012</b>	<b>36</b>	<b>4,5</b>
ICG 2010-2011	42	4,5
<b>Requerimientos básicos (20%)</b>	<b>38</b>	<b>5,2</b>
Instituciones	49	4,3
Infraestructuras	12	5,8
Entorno macroeconómico	84	4,6
Sanidad y educación primaria	44	6
<b>Factores eficiencia (50%)</b>	<b>32</b>	<b>4,6</b>
Educación superior y formación	32	4,9
Eficiencia mercado interno	66	4,2
Eficiencia mercado laboral	119	3,8
Desarrollo mercado financiero	64	4,1
Alfabetización tecnológica	28	4,9
Tamaño de mercado	13	5,4
<b>Factores de innovación (30%)</b>	<b>33</b>	<b>4</b>
Entorno empresarial	34	4,5
Innovación	39	3,6

Fuente: *The Global Competitiveness Report 2011-2012*, *The World Economic Forum*.

Sin duda, nuestro país cuenta con empresas que ostentan una clara posición de liderazgo tecnológico en sus sectores respectivos. Telefónica es uno de los ejemplos más claros. Es la primera operadora de telecomunicaciones europea y una de las tres mayores del mundo junto a ATT y China Teleco. Posee un liderazgo incuestionable en internet, IPTV, comunicaciones 3G y, en general, en los servicios más sofisticados de telecomunicaciones. Otra de las multinacionales españolas que ostentan una posición de liderazgo a nivel mundial es Indra, especialmente en ámbitos como el de los radares tridimensionales, simuladores de vuelo, sistemas de control de tráfico aéreo y comunicaciones satélite, entre otros. Por si esto fuera poco, cinco constructoras españolas se sitúan entre las 50 primeras del mundo, siendo indiscutible su liderazgo en el ámbito de las infraestructuras de transporte. Pero también en el ámbito energético las empresas españolas han sabido adquirir un posicionamiento muy favorable. Repsol es hoy uno de los líderes mundiales en el sector de hidrocarburos, en parte gracias a su especialización en tecnologías de extracción de crudo en aguas profundas o en entornos de difícil accesibilidad. En el terreno de las energías renovables, el liderazgo español es incuestionable en ámbitos como el de aerogeneradores, centrales solares de torre y generación de fuentes renovables. Se podrían dar muchos más ejemplos, incluso en sectores menos mediáticos, como el del equipamiento hospitalario o el de la biotecnología.

Desde luego, y como señala Arturo Azkorra, presidente del CDTI, en su artículo «España es una potencia tecnológica» (*El País*, 24-07-2011), la escasa proyección tecnológica internacional de nuestro país puede ser atribuible, en parte, a un problema de imagen. Como afirma el autor, es probable que nuestra imagen de potencia turística haya ocultado las incuestionables ventajas tecnológicas que posee nuestro país en numerosos campos. Pero el problema de fondo es otro. No se puede pretender ser una potencia tecnológica de estatura mundial con un puñado de empresas. Y ése es precisamente nuestro problema: que el liderazgo tecnológico es atribuible a un conjunto de individualidades, mientras que nuestro modelo económico sigue, en buena medida, anclado en sectores en los que hemos perdido nuestra ventaja competitiva. Lo que necesita España son más Telefónica, más Indra, más Repsol y que la excelencia de estas empresas modelo empape, poco a poco, al conjunto de nuestro tejido empresarial.



«Las economías emergentes llegarán algún día a representar el 70 o, quizá, el 80% de la economía y las finanzas globales»

# El peso de las economías emergentes

Hace unos meses, el Fondo Monetario Internacional publicó una nota en la que pronosticaba que, antes del año 2020, la economía china sería la mayor del mundo, y eso sin contar Taiwán. Hace un par de meses, la revista *The Economist* publicó una serie de interesantes gráficos sobre el peso específico de las economías emergentes en el contexto global. Si se mide el tamaño de sus economías en términos de paridad de poder adquisitivo de sus monedas, suponen ya más de la mitad del PIB mundial, mientras que hace 20 años representaban un tercio.

Las economías emergentes tienen más del 80% de la población mundial, de los teléfonos móviles y de las reservas de divisas. Su esfuerzo de construcción de infraestructuras se refleja en que consumen el 75% del acero y el 70% del cobre. Desde el punto de vista empresarial, acaparan ya la mitad de la inversión directa como destino, aunque solamente son origen de un 30% de esas inversiones. La capitalización de las Bolsas emergentes alcanza un 35% del total mundial y una de cada cuatro de las mayores empresas del mundo proviene de economías emergentes. Eso sí, solamente son responsables del 20% del total de deuda soberana en el mundo.

Aún más importante es que las economías emergentes representan cada vez una mayor proporción del crecimiento de la economía global. En 2008 y la primera mitad de 2009, todo el crecimiento que se verificó tuvo lugar en las economías emergentes. En 2010 y 2011, el crecimiento del mundo emergente fue casi cuatro veces superior al del mundo desarrollado. Con las economías europeas y norteamericanas entrando de nuevo en el estancamiento, la diferencia se ampliará todavía más, si bien también se dan signos de desace-

leración en China, Brasil y otras economías emergentes debido a las políticas destinadas a evitar el estallido de una burbuja financiera y a las incertidumbres globales.

Las economías emergentes llegarán algún día a representar el 70 o, quizá, el 80% de la economía y las finanzas globales, aproximándose a su peso demográfico. También tendrán una presencia cada vez más pujante en el terreno empresarial y tecnológico. Este ascenso no supone necesariamente un descenso para las economías desarrolladas. Después de todo, el comercio y la inversión transfronteriza pueden traer beneficios para todos, y las economías emergentes seguirán comprando todo tipo de bienes y servicios a las economías desarrolladas siempre y cuando estén diferenciados en términos de diseño, tecnología o prestaciones.

Lo que sí tendrán que cambiar son nuestras actuaciones y actitudes. En el terreno educativo, habrá que realizar inversiones de tal manera que los jóvenes puedan enfrentarse a un entorno más globalizado en el que la educación creativa y productiva resulta ampliamente recompensada por el mercado. En el terreno geopolítico, habrá que acostumbrarse a sentarse a la mesa con nuevos actores y decisores. En el terreno financiero, habrá que adaptarse a la nueva estructura de flujos de capitales en el mundo aprovechando las nuevas oportunidades tanto de inversión como de captación de fondos, algo que nuestras empresas aún no han comenzado a hacer del todo. Y, en el ámbito de las actitudes, el mayor peso de las economías emergentes nos obligará a ampliar nuestras miras y, sobre todo, a sumarse al tren del cambio global, que nos lleva a un futuro muy distinto del pasado inmediato ::

**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

# A la espera de una agenda institucional exigente



Aumentan los temores sobre la posible desaceleración económica a nivel global, traducidos en fuertes caídas en las principales Bolsas mundiales y repunte de los diferenciales de crédito de la deuda corporativa. El ámbito institucional se configura como principal catalizador para un posible giro del mercado en septiembre.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

## CONTEXTO ECONÓMICO

Las señales de pérdida de dinamismo de las economías desarrolladas y la incertidumbre en torno a la crisis soberana del área euro son factores que han presionado a los mercados financieros globales. El mes de agosto se ha caracterizado por una intensa corrección de los índices bursátiles (amplificadas por la ejecución de *stop loss*) y de repunte significativo de *spreads* en el sector corporativo. La caída de las cotizaciones sólo ha encontrado soporte en el frente regulatorio, con la prohibición de posiciones cortas sobre algunos sectores (financieros) en la mayoría de los mercados europeos. Aun cuando no disponemos de gran variedad de indicadores de actividad real correspondientes al tercer trimestre, la corrección de los indicadores adelantados del ciclo económico en julio y agosto (confianza empresarial y del consumidor) y la desaceleración significativa que muestran los indicadores adelantados de la OCDE anticipan debilidad en las cifras de actividad durante el segundo semestre. La dilución progresiva de los tres

factores que han contribuido al estancamiento de las economías avanzadas y a la desaceleración de emergentes en el segundo trimestre (máximos en el precio del petróleo, efectos del terremoto en Japón sobre la cadena de producción de economías exportadoras e intensificación de las medidas de ajuste fiscal) limita los riesgos de recaída a corto plazo.

En cualquier caso, estamos ante un escenario peor de lo esperado hace unos meses en términos de crecimiento, algo que empiezan a contemplar los bancos centrales y que ha reabierto el debate acerca de la idoneidad de implementar nuevas medidas de estímulo monetario. En concreto, las actas del último FOMC de la Reserva Federal de Estados Unidos reflejan el temor de la autoridad monetaria a una recaída de la economía y ha llevado a sus miembros a tomar la decisión de mantener el nivel objetivo de los fondos federales en cotas históricamente reducidas al menos hasta 2013. El hecho de que se haya, incluso, debatido sobre la idoneidad de implementar nuevas medidas cuantitativas, ya sea reactivi-

vando el programa de compra de activos o alargando el vencimiento de los ya existentes en balance (reemplazando bonos a corto plazo por *treasuries* a largo para acentuar el aplanamiento de pendiente de la curva dólar), ilustra hasta qué punto se han deteriorado las perspectivas económicas de la autoridad monetaria, elevando las probabilidades de que, en septiembre, se tomen medidas concretas en línea con la intervención de Bernanke en Jackson Hole.

Cuestionada la eficacia del *quantitative easing* en su versión tradicional, la exploración de nuevas fórmulas orientadas a la fijación de expectativas para el nivel de precios y tipos de referencia puede lograr reactivar las bases de crecimiento a medio plazo, pero, probablemente, no deriven en un movimiento de mercado como el observado tras el QE1 y, en menor medida, el QE2.

En cualquier caso, en nuestro escenario central de previsiones, seguimos sin contemplar una contracción del PIB en próximos trimestres para las principales economías del mundo, aunque entendemos que el endurecimiento de las condiciones fiscales y la potencial intensificación de la restricción crediticia son factores susceptibles de generar debilidad y volatilidad en las cifras de crecimiento en los próximos meses.

Desde un punto de vista estratégico, seguimos pensando que estamos ante un mercado bajista en activos de riesgo. Ahora bien, los niveles de valoración relativa alcanzados por los activos de riesgo tras la purga del mes de agosto hacen pensar que la recuperación reciente puede tener continuidad en el más corto plazo en sus cruces contra euro y dólar.

## REACCIÓN DE LOS MERCADOS

En este contexto, en renta variable, el mes se salda con una intensa corrección de los mercados bursátiles a nivel global, destacando el peor comportamiento relativo de las áreas emergentes con mayor vinculación al ciclo económico (Rusia y Corea, por ejemplo). En mercados desarrollados, destaca el *underperformance* de la renta variable europea. En agosto, el perfil defensivo de los

## ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a 2011	
	Septiembre	Ene.-sep.
RRF LP dólar	4,5	0,6
Monetarios dólar	2,6	-4,2
RF CP dólar	2,5	-2,5
RF internacional	1,5	1,5
RF emergentes	1,5	1,8
Garantizado RF	1,4	2,3
Materias primas	0,6	-1,1
RF largo euro	0,6	1,2
RF corto euro	0,3	1,0
Monetarios euro	0,2	0,8
Garantizado a vencimiento	0,0	-0,8
FI inmobiliaria	-0,3	-2,6
Ret. absoluto conservador	-0,9	-0,8
Gestión alternativa	-1,1	-2,9
Garantizado parcial	-1,3	-3,3
RF mixta internacional	-2,5	-3,3
RF mixta euro	-3,3	-3,5
RF <i>high yields</i>	-4,7	-2,9
RF convertibles	-4,8	-6,1
FIL	-5,1	-4,7
Gestión global	-5,4	-6,5
RV emergentes Latinoamérica	-5,8	-18,1
RV mixta internacional	-6,5	-8,2
RV emergentes MENA	-7,4	-19,3
RV EEUU	-7,5	-10,3
RV sectores crecimiento	-7,9	-11,4
RV Japón	-8,3	-13,0
RV sectores defensivos	-8,5	-12,6
RV emergentes global	-9,1	-16,3
RV Asia y Oceanía	-9,1	-14,9
RV mixta euro	-9,2	-10,0
RV global	-9,6	-13,3
RV Europa	-13,4	-16,3
RV emergentes Europa del Este	-15,1	-19,9
RV España	-15,6	-15,0
RV euro	-17,9	-19,5

Fuente: elaboración propia.

mercados bursátiles ha prevalecido. Replicando el comportamiento del mes anterior, los principales índices de renta variable desarrollados experimentaron caídas superiores al 5% con una dispersión elevada en el *performance* regional.

A nivel sectorial, el negativo fondo de mercado observado durante el mes tiene traslado al mapa sectorial de un EuroStoxx 50 en el que la totalidad de los sectores

## RATIOS DE VALORACIÓN DE CARTERA RECOMENDADA DE ACCIONES IBEX-35 AFI

	Peso actual (%)	PER	Ratios valoración			Ccto BPA (%)			Market cap (mill. €)
			P/B	RPD (%)	ROE (%)	2011	2012	2013	
Telefónica	23	7,6	2,4	12,9	31,8	0,0	3,0	4,0	60.176
Repsol	11	8,4	0,9	6,4	10,7	15,1	27,7	3,5	23.441
Amadeus	4	11,2	3,9	3,0	35,3	16,2	12,2	15,9	6.016
CAF	10	8,0	1,6	3,3	20,2	8,6	11,5	9,5	1.220
Iberdrola	11	8,5	0,8	7,5	9,6	3,0	7,8	3,6	26.954
Banco Santander	6	5,4	0,6	10,9	11,5	0,0	13,8	7,5	46.616
Indra	7	9,6	1,7	5,8	17,8	-8,7	4,2	5,6	1.955
Ferrovial	10	66,3	1,2	5,2	1,8	-30,9	-26,7	63,6	5.949
Técnicas Reunidas	9	9,3	3,0	5,5	32,3	37,1	8,4	1,1	1.403
ACS	9	9,0	1,6	7,9	17,9	-7,9	4,3	12,4	8.169
Cartera recomendada	14,1	1,8	7,7	19,6	2,9	8,8	10,1		
Ibex-35		8,5	1,0	7,3	11,4	0,8	14,3	11,3	

Fuente: elaboración propia a partir de Reuters.

ofrecen retornos negativos. Destacan fundamentalmente las caídas de aquellos sectores con mayor beta y el área financiera.

### ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Renta variable (31%). Nuestros modelos de *timing* y de aversión al riesgo reflejan un acercamiento a los niveles de pánico, lo que históricamente ha constituido una señal de rebote en renta variable. Pero, de momento, sólo mantenemos una ligera sobreponderación frente a *benchmark* (31 frente a 30%). EEUU, Asia emergente y Japón son las áreas sobreponderadas. Infraponderamos área euro y Europa del Este y mantenemos una posición neutral en Latinoamérica. Desde un punto de vista sectorial, las previsiones de beneficios continúan reflejando debilidad, lo que nos lleva a encontrar un mayor valor en los segmentos más defensivos y a infraponderar aquellos más ligados al ciclo económico.

Renta fija (41%). En relación con la deuda pública (6%), eliminamos la ponderación en RF corto euro (0%), donde ya no vemos valor debido al *rally* del último mes que ha llevado a los tipos de interés de economías *core* a zona de mínimos históricos (en el caso del euro -Alemania-, a situarse muy por debajo del tipo *repo* del BCE). Elevamos el peso en renta fija emergente (+1pp @ 6%), con el fin de aprovechar la ampliación de *spreads* que ha tenido lugar en agosto. Una ampliación de diferenciales que ha venido motivado por el incremento de la aversión al riesgo de forma global y no por un deterioro de los fundamentos estructurales de los países emergentes. Recomendamos concentrar la exposición en deuda de países con fundamentos sólidos, con buenas perspectivas de crecimiento, reducido nivel de endeudamiento y con potencial apreciación de sus divisas (apostamos por emisiones en moneda local).

En cuanto a la renta fija privada (35%), el repunte de *spreads* en el segmento corporativo incrementa el atractivo de este tipo de activo. Asumiendo un escenario de crecimiento moderado de las economías avanzadas, pero en ningún caso de *double dip*, vemos valor en los niveles actuales de *spreads*, lo que nos lleva a aumentar la sobreponderación frente a *benchmark* (10%). Incrementamos el peso en RF *high yield* (+3 pp @ 15%) y en RF IG (+4 pp @ 14%), tanto a corto como a largo plazo.

Asimismo, aumentamos 1pp la exposición en gestión alternativa (17%), ya que la elevada volatilidad que presentamos actualmente en los mercados nos lleva a incrementar nuestro peso en la categoría más agresiva. El aumento de volatilidad implícita, la caída de las cotizaciones y el aumento de diferenciales en renta fija de emisores financieros (ya no sólo españoles, sino europeos) aumenta el atractivo de los estructurados. Para un perfil de riesgo «medio» recomendamos estructurados tipo «Phoenix clásico» con vencimiento tres-cinco años vinculados a índices

### ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-ago-11	31-abr-11	BMK	Afi vs BMK
RV euro	10	10	17	-7
RV EEUU	8	12	6	2
RV emergente Asia	4	4	1	3
RV emergente Latinoamérica	1	1	1	0
RV Europa del Este	0	0	1	-1
RV Japón	8	6	4	4
<b>Renta variable</b>	<b>31</b>	<b>33</b>	<b>30</b>	<b>1</b>
RF largo euro	0	0	15	-15
RF corto euro	4	2	33	-33
RF dólar	0	0	0	0
RF emergente	6	5	0	6
RF convertibles	6	6	0	6
RF IG CP	10	10	8	2
RF IG LP	4	0	0	4
RF high yields	15	12	2	13
<b>Renta fija</b>	<b>41</b>	<b>35</b>	<b>58</b>	<b>-17</b>
Ret. abs. conservador	0	0	7	-7
Gestión alternativa	17	18	0	17
<b>Gestión alternativa</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>7</b>	<b>10</b>
Monetarios dólar	4	6	0	4
Monetarios libra	0	0	0	0
Liquidez	7	8	5	2
<b>Mercado monetario</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>5</b>	<b>6</b>

Fuente: elaboración propia.

bursátiles (especialmente Eurostoxx 50) del tipo autocancelables con observación anual. Este tipo de estructurados puede remunerar con cupones por encima del 10%, aun cayendo el índice entre un 20 y un 40%, si bien el inversor asume riesgo de principal a vencimiento. Importante señalar que los estructurados de este tipo contratados hace un año están venciendo (a pesar de que el Eurostoxx 50 pierde un 15%) pagando cupones de entre el 6 y el 8%.

No recomendamos incorporar «efecto memoria» y el cupón puede mejorarse (así lo recomendamos) incluyendo cláusula *worst off* con otro subyacente como S&P 500 (lo que puede aumentar el cupón hasta en un 1% anual). No recomendamos incorporar Ibex-35 como subyacente, aunque pueda suponer hasta un 3 y un 5% más de cupón (ante su mayor volatilidad).

Monetario (11%). Aun cuando mantenemos en nuestro escenario de previsiones un cruce dólar/euro cotizando en un rango de 1,40-1,45, entendemos que la posibilidad de nuevos estímulos monetarios por parte de la Fed en septiembre podría impulsar la depreciación del dólar. Recordamos el peso en monetarios dólar (-2pp @ 4%), aunque mantenemos una posición sobreponderada frente a *benchmark* en dólar debido a que puede ejercer de protección para el *performance* de la cartera en caso de rebrote de riesgo sistémico en el área euro.

Reducimos la liquidez en 3 pp hasta el 7%. La incertidumbre en torno a los frentes de riesgo abiertos (crisis soberana del euro y desaceleración económica) nos lleva a mantener un peso importante de la cartera en liquidez, buscando la descorrelación que sólo facilita este activo ante un entorno de mercados con un riesgo sistémico creciente y que dificulta las estrategias de cobertura más allá de la liquidez ::

# Contundente acción de Suiza en el mercado de divisas



Tras los mínimos alcanzados por el franco suizo frente al euro y al dólar estadounidense, el Banco Central de Suiza ha profundizado en su compromiso de frenar la revalorización de su divisa y reconducirla hacia cotas más compatibles con el nivel de equilibrio a largo plazo. ¿Cuáles son las implicaciones de esta decisión?

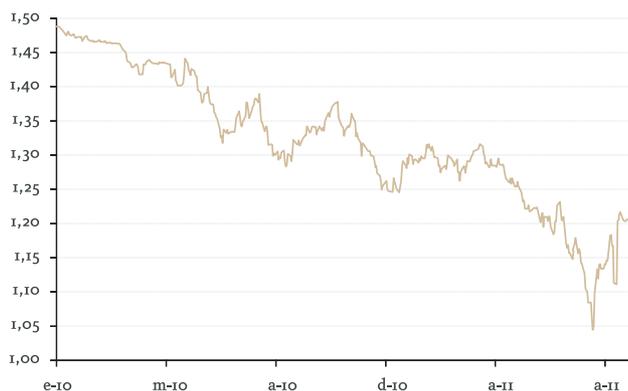
Pablo Guijarro

## NUEVO EPISODIO DE LA GUERRA EN EL MERCADO CAMBIARIO

La guerra en el mercado de divisas vuelve a escena tras anunciar el Banco Central de Suiza (SNB) una intervención sin precedentes en el pasado reciente para situar el tipo de cambio de su moneda frente al euro por encima de la cota de 1,20 franco suizo/euro. Esta decisión se articula a través de la compra de divisa extranjera en cantidades ilimitadas, así como todas aquellas medidas adicionales que sean necesarias para garantizar que la cotización del tipo de cambio se mantiene por encima de dicho nivel. La intervención del Banco Central de Suiza se une a otros intentos de la autoridad monetaria para estabilizar el valor de la divisa (entre ellos, intervenciones de distinta magnitud en los mercados de divisas, ampliación de la base monetaria y anclaje de la curva interbancaria en niveles próximos al 0%) con éxito limitado hasta el momento.

La condición de activo refugio del franco suizo en un entorno como el actual, caracterizado por la persistencia de dudas en torno a la resolución de la

## Tipo de cambio franco suizo/euro



Fuente: Fixing BCE.

crisis de deuda soberana en el ámbito del área euro y en el que se acentúan las señales de deterioro del fondo macro a nivel global, más que ha compensado la fuerza «depreciadora» introducida por estas medidas. En lo que llevamos de año y antes de la intervención, el franco suizo se había apreciado un 10% frente al euro y un 16% frente al dólar estadounidense.

### Se reabre la guerra en el mercado de divisas con una intervención del SNB para mantener el tipo de cambio del franco suizo por encima de la cota de 1,20 frente al euro

El nivel de 1,20 franco suizo/euro, aunque marca distancias con los mínimos históricos del cruce en agosto (próximo a la paridad), se encuentra todavía lejos de los niveles de equilibrio de largo plazo según la PPA y que estimamos en torno a 1,35.

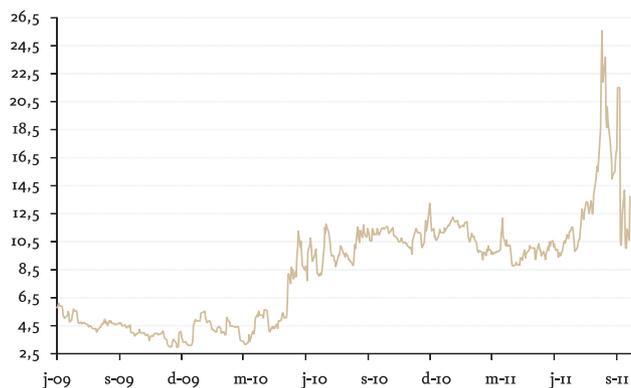
La fijación de un nivel relativamente inferior al teórico de equilibrio responde a la necesidad de dotar de credibilidad a la medida (a mayor nivel, mayores

#### IMPACTO EN OTROS ACTIVOS

La actuación del SNB no sólo tiene implicaciones en su cruce frente al euro, sino que podría tener repercusiones sobre otros activos en un contexto de elevada inestabilidad de los mercados financieros. En concreto:

- Parte de las compras en euros del SNB podrían materializarse en deuda soberana de máxima calidad crediticia, dando soporte a la relajación reciente de rentabilidades observada en la curva alemana.
- El oro se erige como activo refugio por excelencia (aunque ya está situado en máximos).
- Sobre todo, la actuación de Suiza sienta un precedente para otras economías en una situación similar que han replicado la respuesta del SNB a lo largo de la crisis. El ejemplo más representativo es el del yen japonés.

## Volatilidad implícita cotizada en las opciones sobre tipo de cambio franco suizo/euro a 3m



Fuente: Bloomberg.

dificultades para resistir las presiones apreciadoras sobre el franco suizo), algo que vendría a reforzar no sólo la contundencia del mensaje contenido en el comunicado del SNB, sino también los objetivos perseguidos en materia de política cambiaria, entre los que destacan:

1. Reducir las implicaciones de un tipo de cambio sobrevaluado sobre la capacidad de recuperación del sector exterior y, por ende, del conjunto de la economía.
2. Eliminar los riesgos de deflación (la inflación se sitúa actualmente en el 0,2%).

#### EFICACIA DE LA MEDIDA Y PERSPECTIVAS PARA EL TIPO DE CAMBIO

Tras la intervención del SNB, el tipo de cambio se ha mantenido por encima de la cota de 1,20 franco suizo/euro. A medio plazo, y en la medida en que las compras de activos en euros que realice el SNB no sean esterilizadas y teniendo en cuenta que el objetivo mínimo de 1,20 no es demasiado ambicioso (el tipo de cambio franco suizo/euro medio entre 2007-2009 ha sido de 1,58), es probable que la medida tenga una eficacia superior a las adoptadas previamente.

### La actuación del SNB podría condicionar nuevas intervenciones no sólo en economías emergentes, sino también en Japón

Ahora bien, será la interpretación que haga el mercado del posicionamiento del SNB y la persistencia del grado de estrés en los mercados del euro lo que determine la estabilidad del movimiento y la magnitud de la intervención del banco central para limitar la apreciación. Dados estos condicionantes, otorgamos una probabilidad elevada al mantenimiento del cruce en niveles de 1,20-1,25 de aquí a finales de año ::

# ¿Qué hay detrás de la depreciación del



[iStockphoto]/Thinkstock.

El recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros en agosto ha provocado una intensa depreciación de las divisas emergentes frente al dólar y, en particular, del real brasileño. La fuerte depreciación de la divisa es uno de los máximos exponentes de los movimientos de «huida a la calidad» que predominan en un entorno de mercados como el actual, aunque, en este caso, también condicionado por algunos factores específicos

Matías Lamas

**L**a fuerte depreciación que ha sufrido el real brasileño frente al dólar desde principios de agosto - desde el 1,60 hasta el 1,90 a mediados de septiembre - es uno de los máximos exponentes de los movimientos de «huida a la calidad» que predominan en un entorno de mercados como el actual. En el caso del real, también condicionado por algunos factores específicos.

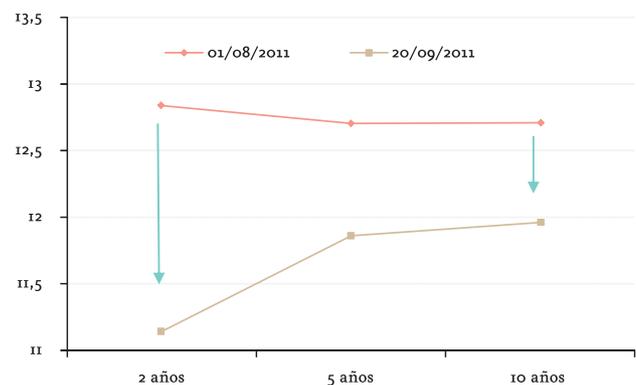
## La aversión al riesgo y factores específicos impulsan la depreciación del real brasileño frente al dólar

El primero de estos factores que impulsó el inicio de la depreciación del real ha sido la bajada de tipos «sorpresa» del Banco Central de Brasil (-50 puntos básicos en la tasa SELIC, hasta el 12%). Se trata de un movimiento inesperado por cuanto el endurecimiento de las condiciones monetarias estaba siendo la tónica característica desde abril de 2010 y parecía el curso de acción más probable de la autoridad monetaria en adelante, teniendo en cuenta que la inflación se sitúa muy por encima del punto medio del rango objetivo del Banco Central (7,2 frente a 4,5%). ¿Supone esto la configuración de una po-

lítica monetaria más pro crecimiento y no tanto pro inflación? No lo descartamos. La senda de consolidación fiscal que ha iniciado el Gobierno de Dilma Rousseff y las señales de desaceleración del ciclo a nivel global son ele-

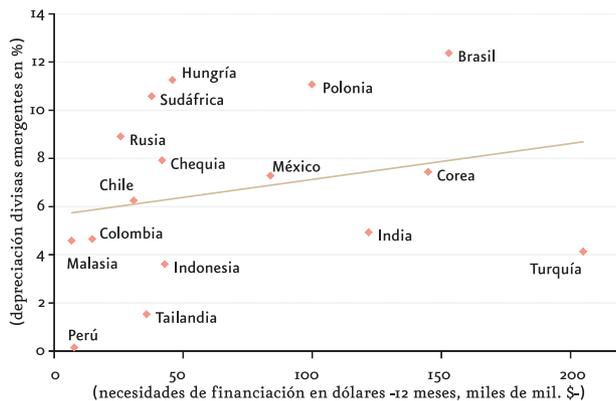
## Curva de tipos de interés de Brasil

(%)



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

## Depreciación en septiembre de las divisas emergentes frente al dólar y necesidades de financiación



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

mentos de presión más que suficientes sobre la demanda agregada como para combinarlos con subidas adicionales en los tipos de interés, una interpretación a la que también parece haberse sumado el mercado, descontando recortes adicionales del orden de 100 puntos básicos en la tasa SELIC en los próximos meses, y que se encuentra en el origen de la senda «depreciadora» iniciada por la divisa brasileña desde el mes de agosto.

### Puesto en precio la depreciación del real por el efecto «descuento» en los tipos de referencia, esperamos una reversión del cruce real/dólar

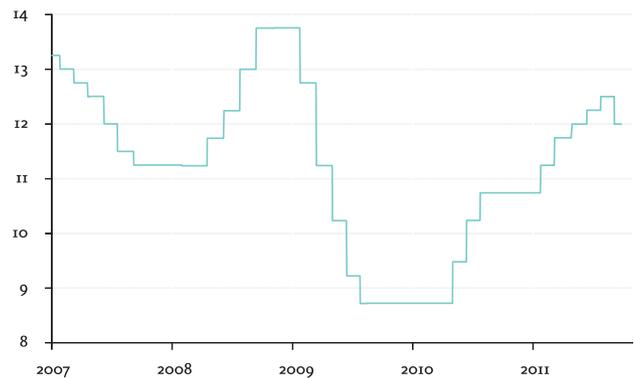
El segundo factor que durante la primera quincena de septiembre ha sido importante es el resurgimiento del riesgo de liquidez derivado de las dificultades que, también en los emergentes, comienzan a aflorar para obtener financiación en dólares, un aspecto éste particularmente relevante en el caso de Brasil, con vencimientos de deuda (pública y privada) denominados en dólares que superarán los 150.000 millones dólares durante los próximos 12 meses (aproximadamente, un 6% del PIB), aunque no ausente de paliativos desde el frente de la política monetaria.

A finales de 2008, la Reserva Federal autorizó la apertura de líneas de swap en dólares con distintas autoridades monetarias, entre ellas con el Banco Central de Brasil, para mejorar las condiciones de acceso a la financiación en dólares. Dicha medida podría volver a implementarse en caso de que las presiones en este segmento de mercado no remitan en el corto plazo.

Otra de las fuerzas de depreciación sobre la divisa se asocia a los llamados «riesgos de sobrecalentamiento» que reflejan algunos indicadores de actividad interna en Brasil.

El crecimiento del crédito es uno de los más recurrentes, aunque es importante señalar que algunos con-

## Tipo de interés SELIC

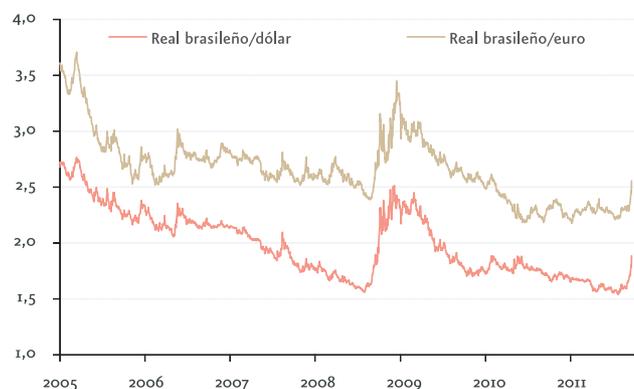


Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

dicionantes clave para la formación de burbujas de crédito están lejos de cumplirse en esta economía. La falta de disponibilidad de crédito barato, la concentración del grueso de la concesión de crédito en el sector corporativo (el hipotecario, apenas un 10% del total) o el menor uso de las «colateralizaciones» son algunos ejemplos más que significativos de que los temores a la generación de un boom crediticio, al estilo del experimentado por España, Reino Unido o EEUU en la última década, podrían estar sobrevalorados.

A nivel de previsiones, el escenario central de Afi pasa por una resolución gradual de los problemas de liquidez en los mercados financieros emergentes. Teniendo en cuenta que la reducción de tipos por parte del banco central ya está puesta en precio en la cotización del real, es previsible que se produzca una recuperación del cruce real brasileño/dólar desde los niveles actuales, toda vez que las tensiones de liquidez remitan y los riesgos asociados a una recesión de las principales economías del mundo se disipen ::

## Tipo de cambio real brasileño/dólar y real brasileño/euro



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.



«Con este tipo de prácticas y con la proliferación del HFT y de disciplinas operativas, tiene sentido que, de manera extraordinaria, se deban aplicar límites a la volatilidad»

## «Flash crash»

Una de las notas características más reseñables de los mercados financieros durante las últimas semanas ha sido su extraordinaria volatilidad, como reflejan indicadores como el VIX (correspondiente al S&P 100, pero cuya evolución es similar a la de sus homólogos del Eurostoxx 50), que se han situado claramente por encima de su media (40% frente al promedio del 20-25%). Pero la volatilidad no sólo se asocia a la alternancia de sesiones con revalorizaciones y caídas de los índices, sino a fuertes movimientos dentro de la misma jornada, en apenas unas horas. Ejemplos claros los vimos el pasado 10 de agosto, cuando los índices pasaron de revalorizarse un 2,5% a media mañana a cerrar con pérdidas del 5,5% (es decir, una variación del 8%!), o el del 24 de agosto, cuando, en este caso, sólo el Dax alemán perdió un 3% en media hora ante el rumor (desmentido prácticamente al momento por las agencias de *rating*) de una rebaja de la calificación crediticia.

Esta extrema volatilidad horaria vivida en los últimos días nos recuerda al denominado *flash crash* del 6 de mayo de 2010 sufrido por los mercados estadounidenses (cuando se produjo, las Bolsas europeas estaban cerradas). Entonces, en sólo unos minutos, el Dow Jones perdió cerca de 1.000 puntos (9%) y unas 200 compañías cotizadas se desplomaron hasta cotizar en apenas unos centavos de dólar. *The race to zero* es el nombre con el que ya se conoce a este movimiento, que coincide con el título de la conferencia del pasado 8 de julio de [Andrew G. Haldane](#), miembro del Banco de Inglaterra. En ella, el autor reconoce que no están claros los motivos del *flash crash* (por cierto, la condición necesaria para recibir esta denominación es que los índices bursátiles recuperen las cotizaciones a un ritmo similar a como lo

han perdido). No está probado ni que fueran las teorías iniciales de error humano (*fat finger*) ni, ni siquiera, las dos más verosímiles: la acusada fragmentación de la liquidez entre mercados regulados y sistemas de negociación en EEUU o, la más «responsable» en mi opinión, los avances tecnológicos que permiten el *trading* de alta frecuencia (*high frequency trading* o HFT). Porque, según apunta Haldane, el límite actual para la ejecución de una operación son 10 micro segundos, lo que, junto a la creación de potentes ordenadores, que pueden calcular complejos algoritmos en cuestión de nanosegundos, se genera una avalancha de órdenes que pueden provocar episodios de *flash crash*. Más aun si se generalizan prácticas como el *quote stuffing*, que, como define la CNMV en su *Boletín trimestral*, III/2010, «consiste en el envío al mercado de un elevado número de órdenes de compra-venta que inmediatamente después de formularse son canceladas. El objetivo de esta operativa suele consistir en intentar colapsar y ralentizar el sistema de negociación y hacer que el resto de los participantes se centre en unas órdenes que posteriormente se van a retirar».

Con este tipo de prácticas y con la proliferación del HFT y de disciplinas operativas, como el *stop loss* o la asignación estratégica de activos a partir del VaR, tiene sentido que, aunque de manera coyuntural y extraordinaria, se deban aplicar límites a la volatilidad que deriven en suspensión de la cotización o, incluso, en la prohibición del aumento de posiciones cortas en acciones del sector financiero en varios países europeos (España, Francia, Bélgica, Grecia e Italia), decidida el pasado 11 de agosto bajo la coordinación de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y prorrogada dos semanas después ::

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



# CUADRO DE MANDO Financiero

Miguel Arregui

## Liquidez y bancos centrales



### Puntos destacados

- Nuevo frente abierto. En un contexto de deterioro cíclico a nivel global, que cada vez cuenta con más evidencias, en el que las políticas fiscales expansivas ya no acompañan, por lo menos es el caso del área euro, y con la crisis soberana todavía en la agenda institucional, los problemas de financiación mayorista se han ido intensificando.
- El cierre de los mercados mayoristas es evidente. No sólo en el caso de entidades españolas, sino también para el resto de agentes financieros europeos. Consecuencia de ello es la fuerte caída en la emisión de eurobonos a nivel global.
- Con esta vía de financiación obstruida, el apoyo de los bancos centrales como proveedores de liquidez es vital. El BCE ha incrementado los mecanismos de apoyo y ahora cuenta con una nueva herramienta de liquidez en dólares; medida que ha sido coordinada con los principales bancos centrales a nivel mundial y que da cuenta de hasta qué punto los bancos centrales están dispuestos a contribuir a superar la crisis.
- La incapacidad de las entidades financieras para renovar en mercado sus vencimientos de deuda hace fundamental el apoyo de los bancos centrales como suministradores de liquidez. Sin el apoyo de éstos, la alternativa para hacer frente a los pasivos de los bancos pasaría necesariamente por la captación de depósitos más caros y/o una reducción aún más agresiva del volumen de activos en balance (menor concesión de crédito).

Las tensiones en los mercados de deuda son elevadas en un contexto en el que la crisis soberana del área euro sigue siendo la constante de fondo.

Esta situación está siendo determinante para que el importe de las emisiones de deuda en los mercados mayoristas se haya visto reducido en los últimos meses. En agosto, este volumen fue de 65.000 millones, muy lejos de los casi 200.000 millones registrados en los mejores momentos de 2010 y 2011.

Dado el menor volumen de emisiones, las tensiones de liquidez se han incrementado, lo que hace necesaria una mayor presencia de los bancos centrales como suministradores de liquidez a unos mercados disfuncionales ::

En la misma línea y también al hilo del empeoramiento reciente observado en los mercados de financiación mayorista, el recurso a la facilidad marginal de depósito (FMD) del Banco Central Europeo se ha incrementado.

En un contexto de abundancia de la liquidez inyectada al sistema, pero de escasa transmisión de la misma, el incremento del recurso a la FMD es sintomático de las tensiones observadas en el circuito interbancario y de la voluntad de las entidades financieras de hacer acopio de liquidez en un contexto de baja predisposición a prestar dinero a otras entidades.

Otros monitores que apuntan en la misma dirección son los *basis swaps* o la prima de riesgo *Libor-Ois* ::

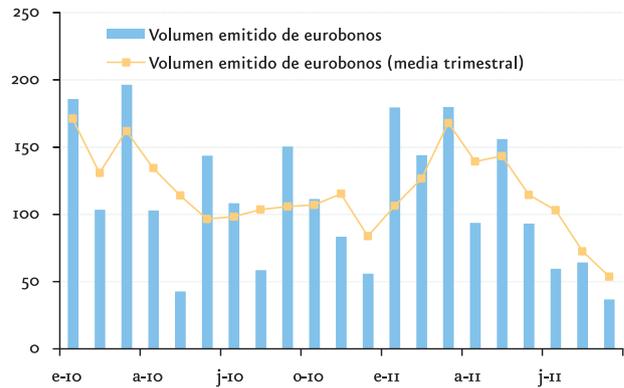
El mal funcionamiento de los mercados ha hecho necesario un esfuerzo coordinado para apoyar el sistema bancario por parte de los principales bancos centrales (el BCE, la Fed, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Japón), que han decidido ampliar su esquema de liquidez en dólares al sistema a través de nuevas subastas *full allotment* que tendrán lugar antes de que acabe el año.

Dado el actual contexto, este apoyo ha servido para contener el incremento de las primas de riesgo de mercado, pero, sobre todo, para reforzar el mensaje de coordinación institucional de las autoridades monetarias y de cohesión para superar la crisis.

Además, la medida ha permitido frenar parte de la apreciación del dólar en su cruce frente al euro. Esperamos un nivel de cierre para este año próximo a 1,38 dólar/euro ::

### Emisiones mensuales de eurobonos a nivel global

(miles de millones de euros)

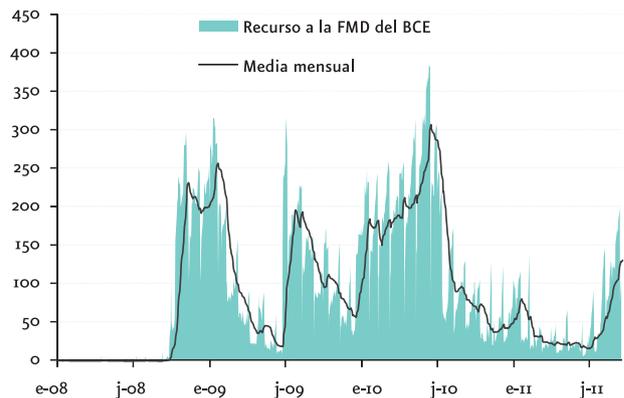


Nota: septiembre 2011 con datos sólo hasta el día 16.

Fuente: elaboración propia, Bloomberg.

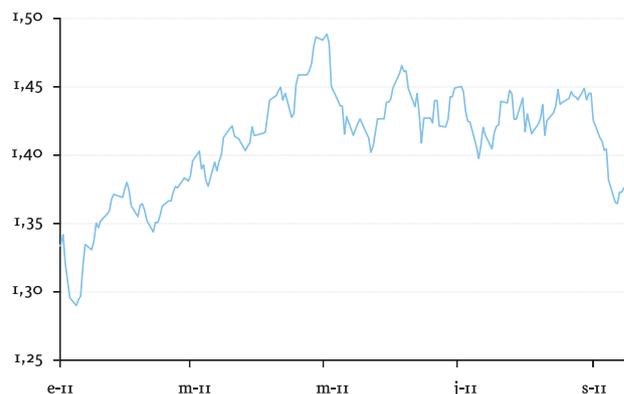
### Recurso a la FMD del BCE

(miles de millones de euros)



Fuente: elaboración propia a partir de BCE.

### Dólar/euro



Fuente: elaboración propia a partir de Reuters.



[www.carlin.es](http://www.carlin.es)

# Francisco Tornamira

DIRECTOR DE MARKETING DE CARLIN



«Nuestro modelo es adaptable a cualquier mercado»

Francisco Tornamira es licenciado en Ciencias de la Información por la Universidad Complutense de Madrid. Tras ejercer el periodismo durante varios años en el diario *ABC*, recaló en Carlin hace ya 13 años como adjunto al Departamento de Marketing. Posteriormente, pasaría a desarrollar la función de director de control de Franquicia, siendo un vínculo entre la central de Carlin y los asociados. Desde 2002, es director de Marketing con la responsabilidad de negociar con proveedores campañas de venta e incrementar nuevas líneas de negocio.

Según los resultados derivados de un reciente informe de una consultora especializada, la fórmula de la franquicia parece estar capeando razonablemente la más profunda crisis económica de los últimos decenios. En España, 73 nuevas redes en el primer semestre de 2011, aunque 87 bajas, y un repunte al alza de la facturación (cerca del 2% previsto para el conjunto del año). Carlin, a cuyo director de Marketing, Francisco Tornamira, entrevistamos, es la franquicia de papelería líder de nuestro país

Javier López Somoza

**¿Cuáles son los orígenes de Carlin?**

Carlin nació hace 22 años. En un principio, la idea del negocio no estaba dirigida a lo que actualmente es nuestro segmento, el de la papelería. La idea inicial era la venta de lencería a través de catálogo. Tras analizar el mercado español, se llegó a la conclusión de que las necesidades de las empresas en cuanto al material de oficina no estaban cubiertas y ofrecía un crecimiento muy importante. Así nació Carlin como primer suministrador que utilizaba la herramienta de un catálogo para llegar a todas las empresas.

Pero los principios no fueron sencillos. Acompañamos al lanzamiento del catálogo la apertura de una gran hiperpapelería en Madrid, lo que nos permitió analizar el comportamiento del mercado ante una nueva fórmula de venta. En Ma-

drid, el éxito fue notable, ya que estaba apoyado por la presencia de esta tienda, pero no fue así en el resto de España.

**Y, en ese momento, deciden franquiciar su modelo**

Así es, apoyar el catálogo con la presencia de tiendas en toda la geografía española. La estrategia ya estaba marcada: buscar emprendedores que apostaran por este proyecto. En la actualidad, contamos con casi 500 asociados y podemos presumir de que aquellos que apostaron por nosotros al principio aún siguen siendo hoy franquiciados y algunos de ellos, líderes en venta de papelería en sus territorios.

**¿En qué situación se encuentra en la actualidad su plan de expansión?**

La situación de expansión actual es compleja. Nuestros posibles asociados buscan en nosotros un modelo de autoempleo que les permita ser dueños de su propio negocio apoyado por herramientas de multinacional, aun siendo un pequeño emprendedor. Actualmente, seguimos creciendo, pero el gran freno a la expansión la estamos encontrando en la falta de financiación bancaria y ayudas oficiales a estos emprendedores.

**¿Cómo se relacionan con los franquiciados?**

Contamos con un servicio externo de prensa y relaciones con los medios que se encargan de divulgar todas las novedades que se van produciendo en Carlin tanto a nivel de aperturas de nuevos asociados como de novedades que se produzcan en nuestros modelos de negocio.

Toda esta información es entregada en dossieres a nuestros aso-



Carlin cuenta con varias tiendas en propiedad.

Estamos experimentando nuevas líneas de negocio que  
 « ayuden a nuestros asociados a mantener el nivel de ventas, pero también a mejorar el margen »

Una vez que nuestro posicionamiento en el mercado nacional estaba muy asentado, el siguiente paso fue crecer hacia el exterior

ciados, pues, sin duda, se trata de un esfuerzo publicitario que desde Carlin Central les ofrecemos.

**Recientemente, Lyreco ha adquirido Ofiservice, de la cual ya poseía el 50%, y Unipapel el negocio europeo-continental de Spicers para potenciar la enseña Calipage. ¿Qué opinión tienen de estas operaciones?**

Se trata de operaciones de posicionamiento en los distintos mercados, pero también se trata de operaciones que generan subidas importantes en Bolsa y, por tanto, importantes beneficios económicos.

Ofiservice ya tenía una implantación muy importante en España y el hecho de que Unipapel fuera dueña del 50% de esta empresa generaba en el mercado de la papelería cierto malestar, pues Unipapel se convertía en proveedor de papelería a la vez que competencia del papelerero a través de Ofiservice, que vende a cliente final.



Los stands de Carlin están presentes en casi todas las ferias de franquicia de España.

Ahora, esta empresa ha comprado Spicers Continental, siguiendo lo que ha sido una política de compra de empresas (Novaline y Adimpo), para posicionarse como un mayorista suministrador de altísimo nivel. Se podría pensar que abandonan lo que fueron los inicios de Unipapel -una empresa fabricante de archivo, cuadernos y sobres- en una apuesta por la distribución, pero aún es pronto para conocer las estrategias de esta empresa.

#### INTERNACIONALIZACIÓN

**¿Cuál es en estos momentos la actividad internacional de Carlin?**

En la actualidad, Carlin tiene presencia internacional básicamente en Portugal, un mercado con cierto parecido al de España y que nos permite ofrecer nuestro modelo de

negocio sin excesivas variaciones de concepto. Está claro que nuestro modelo es adaptable a cualquier mercado, pues vendemos productos de uso cotidiano tanto en empresas como en hogar y escolar, pero sí es cierto que hay marcas y productos que son característicos de estos mercados y que no lo son en el español. También disponemos de tiendas Carlin en Andorra y París.

**¿Cuándo decidieron acometer la internacionalización?**

Una vez que nuestro posicionamiento en el mercado nacional estaba muy asentado, el siguiente paso fue crecer hacia el exterior. La mejor fórmula, que ya fue puesta en funcionamiento también en España, era la del máster franquicia. Carlin decidió conceder a ciertos inversores ya franquiciados conso-

lidad la posibilidad de subfranquiciar en territorios amplios a cambio de unos acuerdos de reparto de beneficios muy ventajosos para estos máster. Es una modalidad que nos permite un crecimiento muy acelerado con una respuesta inmediata a la petición de información por parte de un interesado en Carlin. Es el máster franquicia el que se desplaza a ver al cliente y le ofrece el negocio. Así, contamos con el máster de Portugal, y España está dividida en varias regiones que están atendidas por estos emprendedores.

### ¿Tienen planes para incrementar su actividad internacional?

Carlin está presente en, prácticamente, todas las ferias de franquicia que se realizan en España y también ha participado en otras, como la de París. En estas ferias, no sólo vienen pequeños inversores a la busca de un negocio adaptado a sus posibilidades y necesidades, también recibimos personas que vienen de otros países con la idea de implantar el negocio en sus lugares de procedencia.

Contamos con una formación específica y con un planteamiento especial para esta modalidad, pero siempre en régimen de máster franquicia, pues entendemos que aún tenemos un mercado nacional que atender y con muchas posibilidades de crecimiento.

### CRISIS ECONÓMICA

#### ¿Cuáles han sido los principales efectos de la actual crisis económico-financiera sobre Carlin?

La crisis, al igual que en la mayoría de las empresas de servicios y venta de material, ha afectado a nuestros asociados con una caída importante en la venta a las empresas, aproximadamente un 20%. Es lógico que así sea, pues la desaparición de pymes, que es el principal cliente de nuestros asociados, así como el creciente número de parados, conlleva la disminución

del consumo de los productos que nosotros ofrecemos.

Carlin ofrece dos posibilidades de contrato: uno ligado al servicio directo a las empresas (*ofimarket*) y otro de venta directa en tienda (hiperpapelería). Mientras que la caída de ventas en el primero es muy acusada, en el segundo, la crisis está siendo menos dura y se mantiene el nivel de ventas e, incluso, se incrementa.

#### ¿Qué acciones han acometido para afrontar estos efectos?

Carlin cuenta con varias tiendas en propiedad. En ellas estamos experimentando nuevas líneas de negocio que ayudan no sólo a mantener un nivel de ventas, sino también a aumentar el margen medio de sus beneficios. Así, estamos introduciendo la venta por impulso con productos vinculados a la papelería, donde hemos comprobado que hay un incremento notable de crecimiento y demanda por parte de los clientes.

Asimismo, estamos creando nuevas herramientas de venta con nuevos catálogos de grandes ofertas introduciéndonos en mercados

como el educativo de manera más importante a como la hacíamos hasta ahora.

También contamos con un nuevo negocio en exclusiva de impresión digital de la mano de HP, donde hemos abierto 31 unidades en toda España ofreciendo un modelo de externalización de la impresión a las empresas, así como un amplio abanico de posibilidades de trabajos de imprenta.

### TECNOLOGÍA

#### ¿Cómo han incorporado las TIC en su gestión?

Carlin, como cualquier otra empresa del sector, cuenta con la herramienta de venta *online*, a través de su página web. Cualquier cliente que acceda, al incluir su código postal, automáticamente redirige el pedido al franquiciado, que, por contrato, tiene la exclusividad territorial donde se encuentra el cliente.

También el servicio de reprografía implantado junto con HP está vinculado a nuestra web, de manera que cualquier cliente que tenga necesidades de impresión puede utilizar este medio para mandar sus trabajos y recibirlos en su sede sin necesidad de desplazamientos ::

## LA FRANQUICIA EN ESPAÑA EN 2011

En el primer semestre del año, 73 empresas se han incorporado activamente al sistema de franquicias, se han abierto 2.325 nuevas unidades, ha repuntado la facturación (0,76%) y se ha mantenido la inversión (0,15%) disminuyendo el empleo (-5,09%). Las discontinuidades, cierres de negocios, han ascendido a 87 en el mismo período.

Por sectores, hostelería se sigue comportando sólidamente en la franquicia, habiendo registrado crecimiento tanto en el número de redes como en el número de establecimientos: 15 nuevas empresas se crean en franquicia. Las unidades operadas también crecen significativamente, un 3%. Destacar la madurez de un número cada vez mayor de enseñas, la diversificación de algunas marcas que consolidan su crecimiento en la propia red y la aparición de nuevas categorías, entre las que destacan, por su número de aperturas, el auge de las heladerías de yogur.

Lo más destacable del sector *retail*, de fuerte arraigo en la franquicia, es el crecimiento registrado por el segmento de alimentación-supermercados, debido a la intensidad expansiva de las enseñas de distribución.

En el sector servicios, pese a constituir el sector de actividad más dinámico (se han creado 28 nuevas empresas), registra saldos netos negativos, debido, principalmente, al estancamiento del sector de estética y al reajuste de segmentos como el inmobiliario, dental, limpieza o *vending*. En cambio, crecen otros, como enseñanza, consultoría-asesoramiento, publicidad-promoción-comunicación o servicios especializados. Éste es un sector que deberá crecer de forma significativa con la expansión de muchas de las marcas que actualmente están operando, así como por la incorporación de múltiples operadores que todavía no han iniciado su desarrollo en franquicia.

Fuente: Tormo Asociados.

# Selección: el panorama ha cambiado



[iStockphoto/Thinkstock.

Tanto en épocas de crisis como de bonanza, el talento es un bien necesario para las empresas, pero así como, en momentos de crecimiento económico, se convierte en un recurso escaso por el que competir y, por tanto, caro, el nuevo escenario provocado por la crisis pone en el mercado buenos profesionales dispuestos a aceptar condiciones económicas que un año atrás no habrían aceptado. Para las empresas, es la oportunidad de identificar en el mercado y contratar el talento del que puedan carecer.

Yolanda Antón

**D**os circunstancias han modificado el panorama de la selección que venía desarrollándose en los últimos años. El aumento del paro, por un lado, y la falta de recursos económicos en las empresas, por otro, han cambiado las premisas que se habían impuesto en los buenos tiempos, cuando el candidato, con posibilidad de elección entre diversas ofertas de empleo, ponía sobre la mesa sus condiciones al tiempo que la empresa necesitaba urgentemente contratar al mejor candidato en el menor tiempo posible.

**Hoy las empresas buscan candidatos polivalentes que puedan ejercer un doble cargo y/o sean capaces de producir más a menor coste**

Ahora, los buenos profesionales no son escasos y están dispuestos a aceptar, además de salarios más competitivos, condiciones que, en otro momento, no hubieran asumido, como disponibilidad para viajar o, incluso, para cambiar de lugar de residencia. Al tiempo, los que están activos se piensan mucho el

cambiar de empleo y sólo lo hacen cuando tienen la certeza de que la compañía y el puesto le ofrecen garantías de estabilidad.

Por su parte, las empresas, además de optimizar al máximo las plantillas evitando la contratación de nuevos empleados, aprovechan a los ya existentes para cubrir vacantes. Según un estudio realizado por la escuela de negocios ESCP Europe utilizando como base las principales multinacionales asentadas en España, a la hora de cubrir vacantes, las empresas siguen apostando por la promoción interna. En concreto, el 40% de las organizaciones afirma recurrir a las promociones internas de sus propios empleados o de compañías filiales antes que a la contratación directa y externa de personal.

**Se ha producido una significativa variación en los criterios de selección, que apunta más al potencial de realización de los candidatos que a su experiencia pasada**

Las compañías utilizan la promoción interna como fórmula de motivación entre sus empleados con el objetivo de incentivarlos y hacerlos partícipes del proyecto empresarial, al tiempo que se ahorran los costes generalmente elevados que conllevan los nuevos fichajes, aunque, si deben realizarlos, optimizan la selección. Buscan más que nunca candidatos polivalentes que puedan ejercer un doble cargo y/o sean capaces de producir más a menor coste, de encontrar nuevos nichos de mercado a pesar de la crisis, que generen optimismo, confianza y aprovechen las oportunidades.

Pero, sobre todo, buscan personas que, además de poseer conocimientos y ser capaces de ponerlos en práctica, puedan

mejorar su entorno, transferir conocimiento y captarlo a la vez, personas que no se casen con la tarea ni con el proceso, pues, de lo contrario, serían eminentemente operativas. Deben agregar valor a través de la gestión, impactar positivamente en la empresa inyectando la energía suficiente para alcanzar sus metas y objetivos con calidad.

No obstante todas estas consideraciones, y aunque resulte paradójico, debemos señalar que las épocas de crisis pueden ser también momentos de oportunidad para identificar en el mercado y contratar el talento del que la empresa carece. Si realmente aceptamos que el talento es estratégicamente la fuente de ventajas competitivas, no perdamos la ocasión de robustecer el nuestro para así prepararnos para cuando regresen, que regresarán, los tiempos de crecimiento y desarrollo. Mirando hacia adentro de la organización, ¿tengo a las personas que necesito en el lugar que las necesito? Aceptando la dificultad del encaje persona-puesto, para conseguir una buena cobertura de las necesidades es clave planificarlas bien contemplando las actuales

y las futuras. Eliminar lo que no es útil nos ayudará a estar en mejor posición que muchos de nuestros competidores para generar valor para nuestros clientes y, así, ganar posiciones en el mercado.

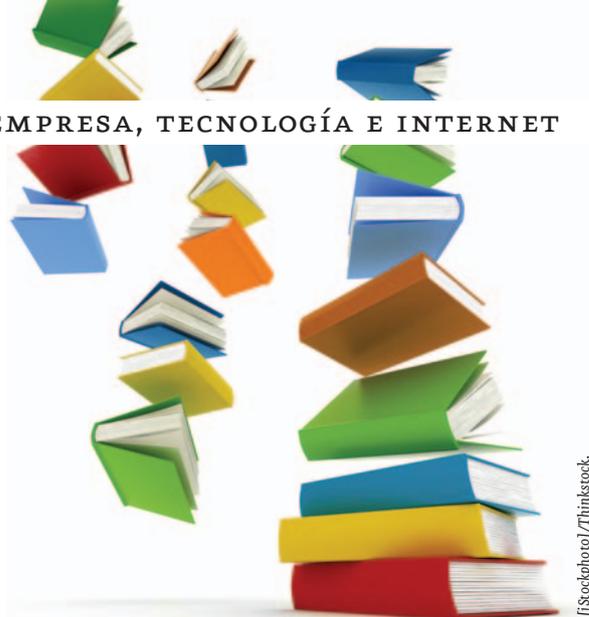
También debemos señalar que, en los últimos tiempos, se ha producido una significativa

variación en los criterios de selección, que apunta más al potencial de realización de los candidatos que a su experiencia pasada. No deja esto de ser lógico. Con la tremenda y vertiginosa dinámica de los mercados y la necesidad de ajustarse a nuevos desafíos, ¿vale tanto la experiencia anterior? El haber obtenido éxitos en el pasado, ¿asegura que se obtendrán en el futuro? Precisamente, Richard Sennett, el prestigioso académico de Harvard, desarrolla y analiza en su libro *La corrosión del carácter* la situación de dependencia laboral y la reconfiguración de las labores y trabajos tradicionales ante las demandas estructurales del capitalismo que no valoran la experiencia ni el conocimiento adquirido. Ante ese cambio en el entorno del trabajo, importa hoy más en las sociedades modernas la capacidad de encontrar soluciones eficaces a los nuevos desafíos que la capacidad demostrada en el pasado ::



iStockphoto/Thinkstock

# Y Amazon aterrizó en España



f1Socphoto/Thinkstock

El sector editorial ha tardado demasiado en comprender el alcance de la inapelable transformación hacia el mundo digital. Ahora, la llegada de Amazon a España debería servir como estímulo para sus competidores nacionales, que, por fin, tendrán un referente innovador.

Álvaro Martín Enríquez

Amazon se incorporó el pasado 14 de septiembre a la lista de empresas de comercio electrónico que operan en España. El gigante estadounidense es una de las mayores tiendas *online* del mundo, con unos ingresos globales en 2010 de 34.204 millones de dólares y un beneficio neto de 1.152 millones de dólares. Aunque, hasta ahora, no estaba presente de manera directa en nuestro país, Amazon ya fue protagonista de una de las noticias más destacadas del pasado año, cuando llevó a cabo la adquisición de BuyVip por 70 millones de euros.

Fundada en 1994 y operativa en Estados Unidos desde 1995, Amazon es una de las pocas compañías de internet que logró sobrevivir a la burbuja puntocom. Una de las claves de su éxito ha sido, sin duda, la evolución de su modelo de negocio original, basado en la venta *online* de libros, hacia una oferta diversificada de productos y servicios, que incluye una de las primeras plataformas de *software* en la nube denominada Amazon Web Services.

Amazon llega a nuestro país ofreciendo un amplio catálogo de libros en todas las lenguas coofi-

ciales de España, además de una oferta variada de música, electrónica de consumo e informática. Pese a que la compañía de Jeff Bezos es famosa por ofrecer precios sensiblemente más bajos que las tiendas físicas, gracias al ahorro en costes de exposición, en España no podrá utilizar esa arma por estar los precios fijados en virtud de la Ley 10/2007, de 22 de junio, de la lectura, del libro y de las bibliotecas. Ante esta limitación, Amazon ofrece un sistema de precios de transporte innovador, con tarifas muy competitivas para envíos individuales (desde 2,99 euros en modalidad estándar) y la posibilidad de contratar una tarifa plana anual a un precio de 14,95 euros.

Si bien la venta de libros en papel ha sido el gancho de entrada en nuestro país, Amazon vende actualmente más títulos en formato digital que impresos. No en vano, el Kindle es el lector de libros electrónicos más popular del mercado. En este apartado, nuestro mercado editorial se encuentra muy retrasado respecto a otros países. En España, apenas un 0,3% de las ventas editoriales se

realizan en formato electrónico, mientras que, en el Reino Unido, la cifra alcanza el 12% del mercado y, en Estados Unidos, roza el 20%.

Entre los motivos para esta enorme diferencia podríamos citar el retraso de las editoriales en asimilar la importancia del libro electrónico, la negativa de algunos autores a distribuir su obra en este formato, la fijación de precios (apenas un 30% menos que la edición en papel, pese a tener unos costes de distribución mucho menores), la fiscalidad (el IVA aplicable es del 18% frente al 4% de los libros impresos) y el uso de sistemas de protección de derechos digitales (DRM) que provocan numerosas incompatibilidades y frustraciones a los usuarios de libros electrónicos.

Amazon negocia diversos acuerdos de distribución electrónica con editores en lengua hispana y tiene previsto vender libros digitales en España antes de final de año. La puesta en marcha de esta línea de productos servirá, sin duda, para revitalizar un mercado aletargado como es el del libro hispano ::

# ¿Está sustentada la caída de la Bolsa en los principales parámetros de valoración?

Desde comienzos de 2010, los mercados de renta variable a nivel mundial, y la Bolsa española en particular, han experimentado una notable reducción del valor de sus activos. Aquí analizamos si la caída de las valoraciones se encuentra sustentada en la modificación de las variables fundamentales empleadas en los métodos de valoración generalmente aplicados por el mercado o si, por el contrario, no responde a parámetros fundamentales de valoración sino a comportamientos de «huida hacia la calidad» desde los mercados bursátiles a otras alternativas de ahorro.

Javier Castelo



[Hemera]/Thinkstock.

**E**l valor de una empresa puede estimarse a través de diversas metodologías de valoración, tales como el descuento de flujos futuros, la aplicación de multiplicadores, métodos patrimoniales o la cotización de sus acciones, en el caso de que sea cotizada.

La capitalización bursátil representa la mejor referencia explícita del valor de mercado de la compañía, siempre que el mercado sea lo suficientemente líquido.

Desde principios de 2010, se ha venido observando en los mercados, en general, y en el mercado español, en particular, una significativa corrección en el valor de mercado de las empresas. Así, en el período comprendido entre el 1 de enero de 2010 y el 15 de septiembre de 2011, la capitalización del Ibex-35 se ha reducido cerca de un 30%.

### Desde enero de 2010, los beneficios netos esperados de las empresas del Ibex-35 para 2011-2013 se han reducido entre un 11 y un 18%

La metodología de valoración generalmente aplicada en mercados bursátiles es la del descuento de flujos de caja, siendo una de las técnicas más utilizadas el modelo del descuento de dividendos (DDM). Los dividendos empleados en la valoración deben ser los dividendos potencialmente repartibles (flujos de caja para el accionista), que no siempre coinciden con los dividendos realmente repartidos.

Este método de valoración asume que el valor de una empresa puede determinarse mediante el cálculo del valor actual neto (VAN) de los dividendos potencialmente repartibles por la empresa en el futuro, descontándolos a una tasa adecuada al riesgo de esa empresa.

Los dividendos que repartirá una compañía estarán ligados a los beneficios que obtenga y a la tesorería que genere, que, a su vez, estará influida por las necesidades de inversión en activo fijo y circulante y por la captación o amortización de deuda.

La tasa de descuento aplicada será la rentabilidad exigida por el inversor, que será mayor cuanto mayor sea el riesgo percibido en torno a la inversión en una compañía.

Desde esta perspectiva, podríamos asumir que la corrección de valor producida en los mercados desde enero de 2010 podría responder fundamentalmente a dos razones: una revisión a la baja de las estimaciones de resultados futuros de las compañías y la aplicación de mayores tasas de descuento por el mayor riesgo percibido.

#### ESTIMACIONES DE RESULTADOS

Para el análisis de los resultados esperados, hemos to-

mado el consenso de analistas recogido por Factset para todas las empresas del Ibex-35. Así, se han comparado las estimaciones de resultados existentes a 1 de enero de 2010 con las existentes a 15 de septiembre de 2011.

Las variables observadas han sido las previsiones de ingresos, resultado operativo bruto (Ebitda), resultado operativo neto (Ebit) y beneficio neto para el período 2011-2013 (véase tabla «Corrección previsiones 15/09/2011 frente a 01/01/2010»).

Se observa que, a 15 de septiembre de 2011, se ha producido una corrección a la baja de los resultados esperados de las empresas del Ibex-35 en relación con las estimaciones del 1 de enero de 2010.

Se observa que los ingresos se han revisado al alza y el Ebitda prácticamente se ha mantenido, lo que implica una corrección a la baja del margen Ebitda.

Sin embargo, a septiembre de 2011, el consenso de analistas espera un menor nivel de Ebit que a enero de 2010, debido a las mayores amortizaciones producidas por las mayores inversiones. Las previsiones apuntan, por tanto, a una disminución de la rentabilidad de las compañías, que deben realizar más inversiones para obtener similares Ebitda.

La mayor corrección se produce a nivel de beneficio neto, que desciende entre un 11,3 y un 18,2%. Como se ha señalado anteriormente, el nivel de beneficio neto es una magnitud relevante para el análisis a través del DDM.

Por tanto, una parte de la caída de valor de las empresas del Ibex-35 queda justificada por una significativa revisión a la baja de sus beneficios futuros estimados.

#### TASA DE DESCUENTO

La tasa de descuento aplicada en el descuento de dividendos es la rentabilidad exigida por el inversor, esto es, el mínimo de rentabilidad razonable que un inversor objetivo exigiría según el nivel de riesgo percibido en la inversión propuesta. Así, la rentabilidad exigida viene determinada por dos factores: tasa libre de riesgo y prima de riesgo de la empresa.

En la práctica, se asume como tasa libre de riesgo para una inversión en España la TIR del bono español a 10 años, por tratarse de la referencia de mayor liquidez en el mercado. Esta referencia incorpora el

#### CORRECCIÓN PREVISIONES 15/09/2011 FRENTE A 01/01/2010 (%)

	2011	2012	2013
Ingresos	4,4	9,1	10,3
Ebitda	-3,0	-0,8	1,2
Ebit	-11,7	-7,0	-4,4
Beneficio neto	-18,2	-16,3	-11,3

Fuente: Factset.

## PROMEDIO MÚLTIPLOS IBEX-35

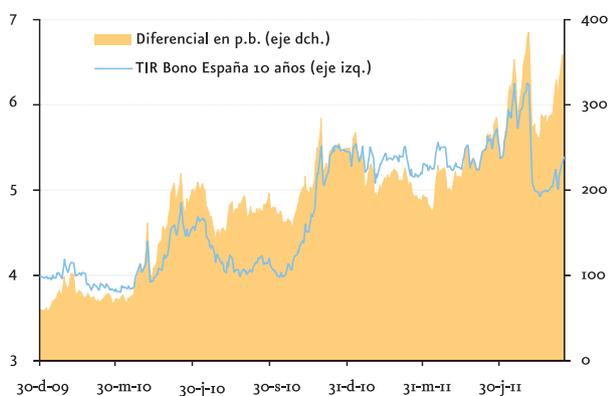
	A fecha 01/01/2010			A fecha 15/09/2011		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Enterprise value/Ebitda	7,9	7,7	7,3	7,3	6,7	6,4
Enterprise value/Ebit	10,5	9,7	9,3	10,4	9,2	7,8
PER	11,5	10,3	10,1	10,0	9,0	8,1

Fuente: Factset.

riesgo país que un potencial inversor asigna a una inversión en España, que puede medirse a través del diferencial frente a la TIR del bono alemán.

En este sentido, hemos analizado la evolución de la TIR del bono español a 10 años desde el 1 de enero de 2010 hasta el 15 de septiembre de 2011, así como el diferencial de esta frente a Alemania.

### TIR bono España y diferencial frente a Alemania



Fuente: Bloomberg.

En el gráfico «TIR bono España y diferencial frente a Alemania», se observa que la TIR del bono español a 10 años sufrió un incremento significativo durante el período: desde el 3,9% de enero de 2010, hasta alcanzar niveles de 6,4% en agosto de 2011, lo que supuso un incremento de 250 puntos básicos. Este incremento estuvo fundamentado, básicamente, en la mayor percepción de riesgo país por parte de los inversores. Así, el diferencial de la TIR del bono español frente a la del bono alemán se incrementó desde los 58 puntos básicos de enero de 2010, hasta los 410 puntos básicos que llegó a alcanzar en algunos momentos del día durante el mes de agosto de 2011.

Por tanto, aun asumiendo un mantenimiento de la prima de riesgo de la empresa, que implica que no haya cambios significativos en las variables que la determinan (beta desapalancada o del negocio, estructura financiera y prima de riesgo del mercado), la tasa de descuento con la que analistas e inversores realizarían el descuento de dividendos sería superior, lo que disminuye la valoración de las acciones.

La utilización de tasas de descuento mayores por parte de analistas e inversores encuentra su reflejo en la caída registrada en los múltiplos de mercado, lo que implica que las valoraciones han caído en mayor medida que los resultados.

Hemos realizado un análisis de los multiplicadores implícitos en las empresas del Ibex-35 a enero de 2010 y septiembre de 2011. Los multiplicadores analizados han sido *enterprise value/Ebitda*, *enterprise value/Ebit* y PER (véase gráfico «Promedio múltiplos Ibex-35»).

### La TIR del bono español a 10 años ha llegado a incrementarse hasta 250 puntos básicos desde principios de 2010

Los resultados muestran una notable reducción de los multiplicadores implícitos, fundamentalmente en los ejercicios 2012 y 2013, lo que implica asumir que la caída en el valor de las compañías ha sido mayor que la reducción de los resultados estimados, debido, en gran parte, a las mayores tasas de descuento aplicadas en la valoración.

### CONCLUSIÓN

Según el análisis realizado, consideramos que la caída generalizada del valor de las empresas en Bolsa y, en particular, del Ibex-35 puede justificarse, en gran parte, por dos razones fundamentales:

- La revisión a la baja de los resultados estimados para los próximos años, fundamentalmente del beneficio neto. En el caso del Ibex-35, se redujo entre un 11,3 y un 18,2% en el período 2011-2013 desde las estimaciones de enero de 2010 a las de septiembre de 2011.
- Las mayores tasas de descuento aplicadas como consecuencia del incremento de la tasa libre de riesgo, que, en la práctica, se asimila con la TIR del bono español a 10 años. Entre enero de 2010 y septiembre de 2011, la TIR creció cerca de 250 puntos básicos.

Adicionalmente al negativo comportamiento de las variables fundamentales que determinan el valor de las acciones, la reducción de la capitalización de las compañías ha estado influida por la presión vendedora ligada a la búsqueda de otras alternativas al ahorro con menor grado de volatilidad que la renta variable en un contexto económico de alta incertidumbre ::

# Reforma de la ley de sociedades de capital



María Fernández García

Las medidas introducidas por la nueva ley de sociedades de capital mejoran el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, reduce costes y suprime obstáculos que dificultan el voto de los accionistas.

**T**ranscurrido poco más de un año de la publicación y entrada en vigor la ley de sociedades de capital (LSC), y tras su primera reforma por el Real Decreto-Ley 13/2010, de 3 de diciembre, el pasado 2 de agosto se publicó la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la LSC y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.

En materia de reducción de costes, los cambios más significativos son:

- Sobre la forma de convocatoria de la junta de sociedades anónimas y limitadas, se introduce un nuevo artículo regulador de la «sede electrónica» o web corporativa de la sociedad en desarrollo de la medida recogida en el Real Decreto-Ley 13/2010, que establecía la convocatoria de junta mediante anuncio en la página web de la sociedad. Las sociedades anónimas no cotizadas (a excepción de las que tengan acciones al portador) podrán prever en sus estatutos sociales que la junta se convoque mediante comunicación individual a los accionistas, sin necesidad de publicar anuncios. Se introduce, además, una norma especial sobre la publicidad de la convocatoria de la junta para las sociedades cotizadas.
- Suprime la exigencia legal de anunciarse en periódicos impresa para los acuerdos de modificación de los estatutos sociales, de

publicar en uno de los diarios de mayor circulación en el lugar del domicilio social para la disolución de la sociedad anónima o de publicar el denominado «estado anual de cuentas» en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME) durante el período de liquidación de la sociedad anónima.

- Se extiende a las sociedades anónimas la posibilidad, que ya tenían las limitadas, de prever en estatutos distintos modos de organizar la administración social, de forma que, sin necesidad de modificar los estatutos, la junta general pueda optar por el régimen de administración que considere preferible.
- En materia de cuentas anuales, se adoptan medidas para reducir el coste de su depósito. Desaparece la obligatoriedad de que la firma de los administradores tenga que ser legalizada y se elimina la publicación en el BORME del anuncio de las sociedades que hubieran cumplido con esa obligación de depósito, cuya inutilidad se ha puesto de manifiesto.

En relación con la introducción de normas de modernización en el derecho de sociedades de capital:

- Se regula por primera vez en norma con rango de ley el régimen jurídico del administrador persona jurídica.
- Se establece que el consejo de administración podrá convocarse por administradores que

representen, al menos, un tercio de sus miembros, cuando el presidente, habiendo sido convocado para ello, no lo hubiera realizado.

- Asimismo, se suprime la exigencia de que, en la liquidación de las sociedades anónimas, los bienes inmuebles tengan que venderse en pública subasta.

Por otro lado, se introducen normas para unificar el régimen de las sociedades anónimas y limitadas:

- Se unifica el régimen de convocatorias del consejo de administración y del contenido de la convocatoria de las juntas generales.
- Se añade la posibilidad de que las sociedades anónimas incluyan en estatutos causas de exclusión de accionistas.
- Se unifican las causas legales de disolución aplicando a todas las sociedades de capital la relativa a su inactividad.
- Se generaliza la norma supletoria sobre conversión automática en liquidadores de los administradores de la sociedad.

Por último, se incorpora la Directiva 2007/36/CE al derecho español, la cual aboga por suprimir los obstáculos que dificultan el voto de los accionistas y eliminar las trabas legales para la participación electrónica en las juntas, permitiéndose así que los accionistas no residentes en el Estado miembro puedan ejercer sus derechos con la misma facilidad que los residentes ::



«El gran drama es que el modesto efecto sobre la producción total tiene como contrapartida un descomunal descalabro en el sector financiero, los hogares, las empresas y las Administraciones públicas»

## La misma gelatina con mucho sufrimiento

Si la economía española fuese una fábrica de gelatina, en el año 2011, fabricaríamos poco más de mil millones de toneladas de gelatina (a un euro el kg), apenas un 2,3% menos de la que fabricábamos en 2007, justo cuando se desató la crisis financiera internacional. Pero lo haremos con un 10% menos de trabajadores. La productividad de estos trabajadores habrá aumentado, pues, un 7,7% en el período y no precisamente porque los trabajadores que quedan se hayan hecho más productivos (en general, claro), sino porque la recesión laboral que todavía padecemos ha expulsado de la fábrica de gelatina a los menos productivos, con lo que la productividad media ha aumentado por un mero efecto composición. De hecho, como parece que el número de horas por trabajador (equivalente a tiempo completo) está aumentando, la productividad por hora habrá aumentado menos que la productividad por trabajador.

La capacidad de producir gelatina que tiene nuestra economía, podría decirse, está, pues, intacta. Pero es obvio que esta capacidad se ha reubicado ahora de forma muy intensa entre los 3,3 millones de establecimientos de ENAGEL: nuestra Empresa Nacional de Gelatina. Ello quiere decir que muchos establecimientos han cerrado para siempre, otros muchos andan muy maltrechos y unos pocos han salido reforzados. Incluso, al haberse perdido la capacidad de producir mucha gelatina de mala calidad, algunos de los establecimientos que se han visto reforzados han compensado esas caídas produciendo gelatina de clase extra para la exportación. Obviamente, no toda la gelatina que se produce es de la misma calidad. Una pequeña porción, afortunadamente creciente, de esa gelatina se produce en establecimientos excelentes.

El gran drama de esta reasignación productiva que está registrando la economía española es que el modesto efecto sobre la producción total tiene como contrapartida un descomunal descalabro en el sector financiero, los hogares, las empresas y las Administraciones públicas. Todos los agentes institucionales de la economía están regis-

trando verdaderas olas de choque que afectan a sus más profundas raíces, sus modelos de negocio, sus fundamentos de seguridad económica, de viabilidad de programas de gasto público, etc. Todo este sufrimiento, y el PIB español sólo habrá caído un 2,3% entre este año y 2007. ¿Cómo se hacían las cosas antes de la crisis? Esta no es una pregunta retórica. En primer lugar, está el problema de la baja productividad de nuestra economía, pero ello por sí sólo no explica todo el paisaje desolado, la tierra quemada que tiene en estos momentos la economía española. Además, hay que concluir que algunas de las actividades que se hacían antes aportaban muy poco, por no decir nada, al PIB. El monstruoso endeudamiento que en estos momentos se trata de reducir no había servido para crear bases de valor añadido, sino para entretener un circuito que ahora no puede responder frente a esas deudas. Una pésima asignación de recursos financieros.

En todos los años del *boom*, la asignación de recursos financieros ha desconsiderado sistemáticamente las actividades innovadoras, el emprendimiento de base tecnológica, las buenas ideas. El capital riesgo no ha fluido hacia las actividades de futuro, mientras que la financiación bancaria iba a actividades «seguras». Qué gran paradoja si miramos hacia atrás con algo de espíritu crítico.

La crisis está sajando dolorosamente las partes insalvables del tejido productivo tras los excesos acumulados. Hemos de eliminar en muy poco tiempo la grasa que se ha venido acumulando durante lustros. Las entidades financieras, las empresas no financieras y los hogares lo están experimentando y, en general, están llevando a cabo el proceso correcto: quitar la grasa. Pero me temo que, en lo que se refiere a las Administraciones públicas, hay un severo riesgo de que, en vez de quitar la grasa, con los ajustes *across the board* que estamos conociendo, se esté pasando el bisturí por algunos órganos vitales del sistema de gasto. Esto sólo complicaría las cosas horriblemente. Un sufrimiento innecesario y contraproducente ::

### JOSÉ ANTONIO HERCE

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

## Foodex 2012

Entre los días 6 y 9 de marzo de 2012 tendrá lugar en el recinto ferial Nippon Convention Center (Makuhari Messe), en Tokio, la trigésimo séptima edición de la feria Foodex 2012 dedicada a la alimentación y bebidas.

Foodex es la mayor feria agroalimentaria que tiene lugar en Asia-Pacífico y es una de las tres ferias alimentarias más importantes del mundo. Atrae a un gran número de compradores líderes del sector de la alimentación, incluyendo a mayoristas, minoristas, supermercados, *catering*, importadores de bebidas y restauración. Esta feria constituye un importante escaparate para las empresas interesadas en introducirse en el mercado japonés y en el asiático, en general, y es también interesante para aquellas empresas que quieren consolidar su presencia. En la edición de 2011, el número de expositores fue de 2.047 procedentes de 64 países.

El mercado de alimentos y bebidas japonés asciende a 225 billones de dólares. Es necesario señalar que Japón depende de la importación de alimentos, dado que sólo tiene una capacidad de autoabastecimiento del 40%. En los últimos años, las exportaciones a Japón de carne fresca (sobre todo, de carne ibérica), jamones, vinos y aceite de oliva se han incrementado considerablemente. Aunque el consumo de vino permanece estable, el de vino espumoso se ha duplicado en los últimos años. En 2012, como consecuencia del terremoto del pasado marzo, es de esperar que los productos de pesca, tanto congelados como en lata, así como todo tipo de comida preparada de larga duración, interesen a los visitantes a la feria ::

	LUGAR	FECHA	ORGANIZA
<b>FERIAS CON PABELLÓN OFICIAL</b>			
ISM 2012 Sectores: confitería	Colonia (Alemania)	Del del 29 de enero al 1 de febrero	Contacto: ICEX, Patricia Bezos Tlf: 913 491 922 Correo electrónico: patricia.bezos@icex.es
FRUIT LOGISTICA 2012 Sectores: hortalizas, legumbres y frutas frescas	Berlín (Alemania)	Del 8 al 10 de febrero	Contacto: Juan Ángel Abrit García Tlf: 902 349 000 Correo electrónico: informacion@icex.es
PRODEXPO 2012 Sectores: alimentación	Moscú (Rusia)	Del 13 al 17 de febrero	Contacto: ICEX, Pilar de Llano Domínguez Tlf: 913 491 920 Correo electrónico: pilar.dellano@icex.es
<b>OTRAS FERIAS</b>			
SIA Guest 2011 Sectores: hospitalidad	Rimini (Italia)	Del 26 al 29 de noviembre	Contacto: Tlf: + 39 0541 744 751 Correo electrónico: mrkgestero@riminifiera.it
ACLIMA 2011 Sectores: calefacción y refrigeración	Tel Aviv (Israel)	Del del 8 al 10 de noviembre	Contacto: Tlf: + 972 35 626 090 Correo electrónico: ilana@stier-group.com
Robotics Asia 2012 Sectores: diseño de robótica para diversas industrias	Kuala Lumpur (Malasia)	Del 16 al 18 de febrero	Contacto: PROTEMP Exhibitions Sdn. Bhd. Tlf: + 603 6140 6666 Correo electrónico: kelly@protempgroup.com
<b>OTRAS ACTIVIDADES</b>			
Participación agrupada ENERGAÍA 2011 Sectores: energía	Montpellier (Francia)	Del 7 al 9 de diciembre	Contacto: Delia Arruebarrena (ICEX) y Asociación Española para la Internacionalización y la Innovación de Empresas Solares - SOLARTYS Tlf: 902 349 000 Correo electrónico: paris@comercio.mityc.es y secartys@secartys.org
Misión comercial directa a Arabia Saudita 2011-FAMO Sectores: muebles de oficina	Arabia Saudita	Del 5 al 7 de diciembre	Contacto: María Veruska De Prado Poloni (ICEX) y Asociación de Fabricantes de Mobiliario y Equipamiento General de Oficina y de Colectividades (FAMO) Tlf: 902 349 000 y 917 310 091 Correo electrónico: informacion@icex.es
Misión comercial directa a Bolivia y Perú 2011-ANMOPYC Sectores: maquinaria de obras públicas, construcción y minería	Bolivia y Perú	Del 12 al 16 de diciembre	Contacto: Pedro Miguel Flores Duque (ICEX) y Asociación Española de Fabricantes Exportadores de Maquinaria de Construcción, Obras Públicas y Minería (ANMOPYC) Tlf: 902 349 000 y 976 227 387 Correo electrónico: informacion@icex.es y anmopyc@anmopyc.es



## THE GLOBAL COMPETITIVENESS REPORT 2011-2012

World Economic Forum, 2011 | [www.weforum.org](http://www.weforum.org)

En esta nueva edición de 2011 del conocido índice, como en años anteriores, los 10 primeros puestos de este año siguen siendo dominados por un considerable número de países de Europa como Suecia (3), Finlandia (4), Dinamarca (8), Alemania (6) y Holanda (7), confirmando su lugar entre las economías más competitivas. Singapur sigue con su tendencia al alza para convertirse en la segunda economía más competitiva del mundo, superando a Suecia, mientras que el Reino Unido vuelve a los 10 primeros, ya que se recupera de la crisis.

Suiza mantiene su primera posición de nuevo como resultado de un desempeño sólido y continuo en todos los ámbitos. Las fortalezas más notables de este país están relacionadas con la innovación, la preparación tecnológica y la eficiencia del mercado laboral, mientras que requiere aumentar la tasa de matrícula universitaria del 49,4%, que sigue rezagada de muchos otros países de alta innovación. EEUU baja del cuarto al quinto puesto; España se sitúa en el puesto trigésimo sexto, ganando seis puestos en relación con la anterior edición (aunque no logra acercarse al vigésimo noveno de 2009), y, de entre los países sudamericanos, Chile es el primer clasificado en el puesto trigésimo primero.

En general, los resultados muestran que, si bien la competitividad de las economías avanzadas se ha estancado en los últimos años, en muchos países emergentes ha mejorado, lo que indica que estamos en una época de transición de la actividad económica ::

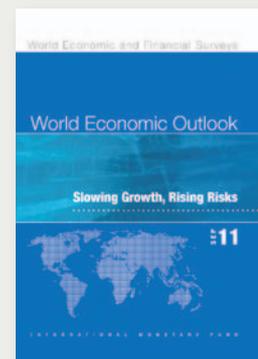
## WORLD ECONOMIC OUTLOOK (SEPTIEMBRE 2011)

FMI, 2011 | [www.imf.org](http://www.imf.org)

El informe de otoño del FMI ha variado en su totalidad las previsiones que hizo hace cinco meses. Anticipa que ningún país avanzado -salvo Japón, por las obras de reconstrucción tras el terremoto- llegará a crecer más del 2% en 2012 y que, pese al empuje de los emergentes, el crecimiento mundial se quedará, tanto en 2011 como en 2012, en el 4%, cuando el año pasado superó el 5%.

En concreto, el FMI prevé que Estados Unidos crecerá el 1,5% este año y el 1,8% el próximo (frente al 2,5 y el 2,7% previos, respectivamente) y que la zona euro lo hará el 1,6% y el 1,1% (frente al 2% y el 1,7% estimados en abril, respectivamente) debido al menor crecimiento que se espera de Alemania, Francia, Italia y España, sobre todo.

Nuestro país encaja una rebaja significativa en las previsiones para 2012, año para el que el Fondo anticipa un crecimiento del 1,1%. Para lo que queda de 2011, no vaticina mejora alguna: reitera que el PIB crecerá un 0,8%. En cuanto al desempleo, la tasa de paro se situará en España en el 20,7% de la población activa en 2011 y en el 19,7% en 2012 (la tasa más elevada de todos los países, sólo comparable a la de Serbia) ::



## ANUARIO INTERNACIONAL CIDOB 2011

CIDOB, 2011 | [www.cidob.org](http://www.cidob.org)

La República de Turquía es el país objeto de estudio de la nueva edición del anuario CIDOB, publicación de referencia dedicada al análisis de la política exterior española, la coyuntura y las relaciones internacionales y la posición de Europa en el mundo.

En este espacio «Perfil de país Turquía» se presentan tres artículos: un exhaustivo análisis de Turquía, cubriendo tanto la dimensión política como económica; un análisis de la política exterior de Turquía en el siglo XXI, y una revisión de las relaciones bilaterales entre España y Turquía.

El capítulo dedicado a España incluye también tres artículos dedicados al análisis de la política exterior española (en el que se realiza un extenso y detallado análisis de la posición española ante el mundo y se reivindica la definición de una acción exterior más sofisticada y estratégica); a la presidencia de turno del Consejo de la UE (calificada como se una presidencia de transición y a la defensiva), y a la crisis económica en España (en el que se afirma que la economía española necesitará algunos años para recuperar el mismo nivel de inversión productiva en términos reales que la que efectuaba justo antes de la crisis) ::

## La española Resol entra en Rusia de la mano de Ikea

El fabricante de mobiliario con sede en Girona Resol ha entrado en el mercado ruso a través de un acuerdo firmado con Ikea.

Es una empresa fundada en 1963, que ofrece una amplia gama de productos de mobiliario plástico (polipropilenos, poliamidas o policarbonatos), especialmente centrado en sillas, tanto para espacios exteriores como para interiores, pero también para particulares y profesionales del diseño o la hostelería.

Concretamente, Resol aportará 3.000 sillas y 800 mesas de diseño de la línea Resol Dd para decorar los restaurantes y bares en ocho nuevas tiendas del grupo sueco en diferentes ciudades -dos en Moscú, dos en San Petesburgo y una en Ufa, en Kazan, en Ekaterinburg y en Nizhniy Novgorod- por un importe de 500.000 euros. La compañía, cuyo centro de fabricación se encuentra en Olot (Girona), prevé cerrar el año con una facturación en Rusia de un millón de euros.

## Discriminación a las empresas extranjeras en el mercado chino

De acuerdo con el diagnóstico elaborado por la Cámara de Comercio de la Unión Europea en China, continúa la discriminación gubernamental hacia las empresas extranjeras en el mercado chino, una discriminación que se produce, sobre todo, en beneficio de las grandes empresas estatales del gigante asiático, como afirmó el presidente de la Cámara, Davide Cucino.

El lobby de empresas europeas, que cuentan con inversiones en China, denuncia el limitado avance en la supresión de barre-

Según el director general de Resol, Francesc Casals, «el acuerdo con Ikea supone la entrada de Resol en un mercado de gran valor estratégico, ya que la presencia en Rusia facilitará el acceso a otros países del este europeo». Además, Ikea no sólo ha valorado el diseño de los productos, sino también la capacidad industrial de la empresa, cuyo centro productivo tiene unas posibilidades de fabricación anual de hasta cuatro millones de sillas.

Las ventas de la compañía en la división de mobiliario se situaron en 24,7 millones de euros en el ejercicio 2010, lo que supone un incremento del 20% respecto al ejercicio precedente, y cuenta con unas previsiones de ventas para el ejercicio 2011 de 30 millones de euros. Actualmente, aproximadamente el 30% del negocio procede del mercado exterior, que, por otro lado, supone la principal palanca de crecimiento de la compañía ::

ras y el aumento de medidas que obstaculizan el acceso al mercado chino.

Bien por imperativo legal o de hecho, en China, la actividad en diversos sectores considerados estratégicos está relegada a las grandes corporaciones estatales. Así, automoción, construcción, finanzas, telecomunicaciones y energía eólica *offshore*, son sectores especialmente afectados por las restricciones al libre acceso.

La inversión europea directa en China ha registrado una caída interanual del 15% en 2010, hasta los 4.900 millones de euros ::

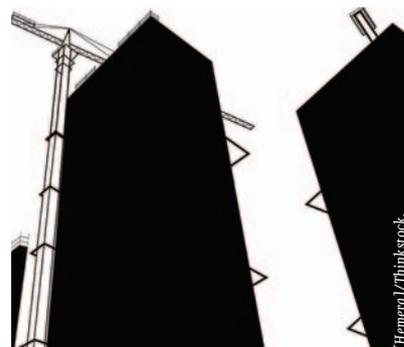
## Grandes oportunidades de inversión en el mercado chileno

Chile, un país que ha registrado un incremento del PIB en 2010 y en los tres primeros meses de 2011 del 5,2 y 9,8%, respectivamente, y cuyo índice de apertura exterior es del 62%, ofrece un amplio espectro sectorial en cuanto a posibles oportunidades de inversión para las empresas españolas. Éstas, además, se benefician del *Acuerdo de protección recíproca de inversiones* y del *Convenio para evitar la doble imposición entre España y Chile*.

El plan de reconstrucción puesto en marcha tras el terremoto de febrero de 2010, el programa de concesiones o los objetivos del Gobierno chileno en las áreas de energía, TIC y minería promueven la generación de dichas oportunidades. Así, en relación con el primero, el plan de reconstrucción, seguirán llevándose a cabo numerosos proyectos, principalmente en los ámbitos de vivienda e infraestructuras educativas y sanitarias.

En relación con el citado programa de concesiones, cabe señalar que, durante el período 2010-2014, está prevista la realización de inversiones para la construcción de hospitales, infraestructuras urbanas e interurbanas y obras ferroviarias, inversiones cuyo importe total asciende a 11.739 millones de dólares.

En el ámbito energético, destaca la voluntad de incrementar el peso de las energías alternativas



(hasta el 20% de la producción energética en 2020). En este sentido, el país cuenta con un gran potencial para la explotación de las energías solar y geotérmica (al poseer el 25% de los volcanes más activos del mundo) y el Gobierno chileno desea promover proyectos de ambas fuentes energéticas, junto con la mareomotriz y la eólica, así como acometer algunos cambios regulatorios que den el adecuado soporte.

Asimismo, el Gobierno chileno, mediante la Corporación de Fomento Económico, pretende convertir a Chile en centro de innovación de Latinoamérica y, así, busca la entrada, durante 2011, de 155 millones de dólares de inversión extranjera en proyectos de tecnologías de la información y las telecomunicaciones.

Por último, respecto a la minería, ámbito en el que Chile lidera las exportaciones mundiales de varias partidas de minerales, están previstas inversiones por valor de 60.000 millones de dólares para el período 2011-2018. De éstas, una buena parte, más del 40%, se destinarán a la compra de equipos y maquinaria ::

## El grupo Almeida Viajes abre su primera agencia en Brasil

**E**l grupo, creado en 2004, cuenta actualmente con franquicias en España, Portugal y México.

La compañía comenzó los contactos en Brasil hace 18 meses y, desde hace un año, tiene una delegación en Sao Paulo. En una primera fase, el equipo internacional de Almeida Viajes realizó un estudio de mercado, diseñó el proceso de implantación de la marca y estableció una estructura en el país para la búsqueda y negociación con proveedores y colaboradores locales, así como la búsqueda de inversores brasileños. Se cerraron acuerdos con diferentes proveedores del país, como Agaxtur, Calcos, Designer Tours, Intercambio Global, Master Operadora, MGM Operadora, Pomptur, Queensberry y Schultz. El objetivo es alcanzar en Brasil las 30 agencias para finales de 2011, con un ritmo de aperturas de tres agencias al mes.

La compañía ya ha creado una página web para los franquiciados y clientes brasileños en la que se pueden encontrar promociones

para viajes especialmente con conexiones con Portugal, España y México.

Desde principios de 2011, Almeida Viajes en Brasil cuenta con la gestión del que fue director del grupo en Portugal, quien, en menos de dos años, estableció y consolidó la marca en territorio luso con la apertura de más de 70 agencias. Además, los responsables de la empresa en Brasil están siendo asesorados por un equipo de consultores del mercado local.

Según Inmaculada Almeida, directora general del grupo, el mercado brasileño presenta un gran potencial de crecimiento en el sector turístico, principalmente en la actividad de las agencias de viajes.

Brasil recibió 5,2 millones de turistas extranjeros en 2010, lo que supuso un incremento del 7,8% con respecto al ejercicio precedente. Además, Brasil acogerá el mundial de fútbol en 2014 y las olimpiadas en 2016, lo que supondrá un fuerte incremento del turismo ::

## La firma de moda Laga desembarca en China

**L**a firma de moda femenina fundada en 1996 es una empresa familiar con sede en Bilbao controlada por José Iraolagoitia, como director creativo, y Gonzalo Iraolagoitia, como responsable de ventas.

La apertura de este primer establecimiento en China se realiza de la mano de un socio local y la ciudad elegida ha sido Suzhou, situada entre Shanghai y Pekín, y conocida por su estratégica ubicación como centro de comunicaciones. En uno de los principales centros comerciales de esta ciudad, inaugurado en diciembre de 2010, Laga cuenta con un *corner* de 100

m<sup>2</sup>, que mantiene la decoración minimalista habitual de sus puntos de venta.

Laga tiene establecimientos propios en Bilbao, Madrid, Sevilla, Murcia, Canarias y Valladolid y, actualmente, planean la apertura de una nueva tienda propia en La Coruña. No obstante, la marca de la compañía se encuentra presente en más de 400 puntos de venta multimarca. Así, a través de estos establecimientos, la compañía distribuye en Portugal, Italia, Grecia, Holanda, Bélgica, Alemania, Japón, Estados Unidos y China.

Con la apertura de esta primera tienda propia fuera de España, la em-



[Stockbyte/Thinkstock]

presa busca la forma de expandirse en el mercado asiático, para lo cual ha diseñado un plan de acción dentro del país.

Laga cerró el ejercicio 2010 con unas ventas de 3,8 millones de euros. La ropa representó el 75% de su facturación y la bisutería y los complementos el 25%. Por criterio geográfico, el 80% de las ventas proceden de España y el 20% del exterior ::

## Proyectos financiados con fondos comunitarios en Marruecos

La Asociación Euromediterránea y la Política de Vecindad establecen el marco de cooperación entre la Unión Europea (UE) y Marruecos. Desde la UE, a través del Instrumento Europeo de Vecindad y Asociación (IEVA), se destinan fondos para la realización de proyectos que contribuyan al desarrollo socioeconómico del país africano cuya ejecución prevista es de más de mil proyectos.

En la última década, se ha incrementado notablemente la ayuda comunitaria y el Programa Indicativo Nacional (PIN) 2011-2013 cuenta con un presupuesto de 580,5 millones de euros destina-

dos, fundamentalmente, al apoyo institucional (en torno al 40,5% del total) y a la implementación de políticas sociales, sobre todo en el área sanitaria (20,7%).

Entre las áreas con mayor potencial, en cuanto a la generación de proyectos financiados con fondos comunitarios en Marruecos, se encuentran las siguientes: hábitat, desarrollo rural, sanidad, apoyo a la reforma agraria, modernización institucional, incorporación de la normativa medioambiental a actividades económicas, apoyo a la política forestal, microfinanzas, infraestructuras y cambio climático ::

## La española Tedral gana un contrato de la televisión pública de Omán

Tedral es una compañía tecnológica fundada en el año 2001 en Málaga como resultado de la unión de un grupo de investigadores y doctores universitarios. Actualmente, cuenta con su sede en el Parque Tecnológico de Andalucía.

La compañía ha obtenido un contrato con la televisión pública del sultanato de Omán, Omán TV, para gestionar su archivo digital y los flujos de producción para su nuevo sistema en alta definición (HD) sin cintas. Para la realización de este proyecto, se ha asociado con Sony bajo la supervisión de la consultora Masters.

Dentro de la política de expansión internacional de Tedral, este contrato es muy significativo, ya que supone darse a conocer en Oriente Medio con una gran instalación, un mercado que tiene previsto modernizar el sector *broadcast* en los próximos años.

El sultanato de Omán cuenta con algo más de tres millones de habitantes y el proyecto se enmar-

ca dentro de la modernización global de la cadena pública. Se prevé que la instalación esté montada para finales de 2011 y tendrá un coste de 69 millones de dólares (49 millones de euros).

El director de ingeniería en Omán TV, Mohammed Al Marhouby, ha declarado que se trata de una moderna instalación que representa una gran inversión para Omán TV y que servirá de referencia para otras compañías de *broadcast* en la región. Asimismo, aseguró haber trabajado duro para asegurarse de que seleccionaban el mejor sistema.

La compañía malagueña ha sido elegida recientemente como una de las cinco compañías del mundo con más futuro en el mercado DAM (*digital asset management*) o gestión de recursos digitales para el *broadcast*, según la consultora estadounidense Gartner, una de las más prestigiosas en el campo de las tecnologías de la información ::

## Posible reanudación de negociaciones UE-Ecuador para alcanzar un acuerdo comercial



[Goodshoot/Thinkstock]

Representantes de la Comisión Europea y del Gobierno de Ecuador se han reunido en Bruselas para intercambiar información y pareceres sobre algunas cuestiones técnicas de cara a clarificar varios aspectos que permitan una futura reanudación de las negociaciones entre la UE y Ecuador para establecer un acuerdo comercial.

El viceministro ecuatoriano de Comercio Exterior, Francisco Ribadeneira, manifestó su esperanza en alcanzar un acuerdo para retomar, a principios del próximo año, las negociaciones bilaterales para firmar un tratado comercial entre la Unión Europea y Ecuador. Asimismo, el portavoz de Comercio de la Comisión Europea, John Clancy, afirmó que se mantendrán las conversaciones bilaterales.

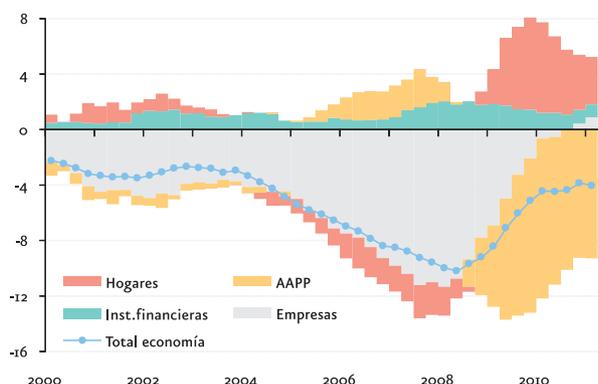
El posible acuerdo entre la UE y Ecuador deberá establecerse en el marco del tratado de libre comercio ya existente entre la UE y dos miembros de la Comunidad Andina (a la que también pertenece Ecuador), Perú y Colombia, y esto a pesar de que, en 2009, Ecuador había decidido no adherirse al acuerdo conjunto, ya que consideraba que iba contra sus intereses. No obstante, la menor dimensión de la economía de Ecuador, frente a la peruana y a la colombiana, sigue apoyando la solicitud ecuatoriana de que, aunque el tratado con la UE se establezca dentro del que existe con los otros dos países de la Comunidad Andina, se contemple un trato diferencial para Ecuador ::

# Dos caras de una misma moneda

Sara Baliña

Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española por sector institucional

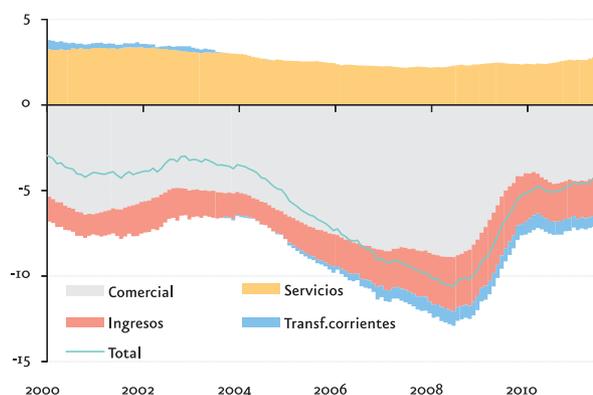
(% del PIB)



Fuente: elaboración propia a partir de INE (Cuentas no financieras de la economía española).

Saldo de la balanza por cuenta corriente de España por rúbricas

(% del PIB)



Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

Desde 2007, España ha logrado reducir a la mitad su dependencia del ahorro externo. Lo ha hecho con motivo del cambio radical en el esquema de financiación que trajo consigo la crisis y a costa de poner contra las cuerdas el modelo de crecimiento vigente durante su mayor etapa de expansión económica. El colapso de la demanda interna, con una corrección acumulada que supera ya el 10%, y del mercado laboral (estamos en niveles de ocupación de finales de 2004) son los principales exponentes de la fractura del binomio financiación-crecimiento. Su interpretación a partir de la doble lectura que ofrecen las cuentas no financieras de la economía y la balanza de pagos nos permite analizar hasta qué punto es factible pensar en correcciones adicionales del déficit exterior.

Pongámonos en antecedentes. La capacidad de ahorro de hogares y empresas no financieras, en un contexto de fuerte ajuste en las decisiones de consumo y contención de costes, se ha traducido en posiciones superavitarias en ambos sectores (su volumen de ahorro ha superado el de inversión com-

prometida en activos fijos) suficientes para compensar el abultado y creciente déficit de las Administraciones públicas. En términos de balanza por cuenta corriente, han sido la merma en el desequilibrio comercial -resultado de unas importaciones lastradas por la dinámica de gasto interno y un buen comportamiento de las exportaciones- y el soporte del superávit en servicios las dos palancas de saneamiento.

El grueso del ajuste ya se ha producido. Eso es evidente. Mejoras marginales en la reducción de las necesidades de financiación exterior pasan por el avance en el proceso de ajuste fiscal (menor déficit público) y la consolidación de ganancias de competitividad que conviertan a nuestro sector exterior en una fuente de crecimiento sostenido. A corto plazo, el primer pilar se va a ver restringido por el impacto de la austeridad pública sobre la base de ingresos del sector privado, con menor margen de ahorro; el segundo, aunque en curso, requiere de tiempo para que se consolide. Por tanto, reducciones adicionales son posibles, pero su magnitud, escasa ::

# Resumen mensual

## PMI EN SEPTIEMBRE

El índice PMI *composite* del área euro pierde los 50 puntos en septiembre, algo que no sucedía desde julio de 2009. A nivel sectorial, muy relevante ha sido la fuerte corrección del índice de servicios (-2,3 puntos hasta 49,1; el manufacturero en 48,4, por debajo de los 50 puntos por segundo mes consecutivo) evidenciando el contagio de la intensa desaceleración del ciclo manufacturero que comenzó en el segundo trimestre y una señal para valorar el alcance de la pérdida de pulso de la demanda doméstica.

Al tratarse de la estimación preliminar, tan sólo hemos conocido los datos a nivel país de Alemania y Francia, cuyas lecturas son igualmente negativas, aunque más preocupante es la situación del segundo (en Alemania el PMI *composite* se mantiene en 50 puntos), que, tras el estancamiento de abril-junio, los datos no sugieren recuperación de la economía en el tercer trimestre.

Fuera del área euro, la incapacidad del PMI de manufacturas chino para recuperar los 50 puntos (tercer mes consecutivo en zona de contracción) sugiere una mayor desaceleración en actividad industrial de la observada en el segundo trimestre (del 15 al 13% int.).

Los indicadores de actividad real del área euro publicados hasta el momento (en su mayor parte de julio) anticipan una aceleración en la tasa de crecimiento trimestral del PIB en el tercer trimestre, pero la intensa corrección en agosto y septiembre de los indicadores adelantados no sugiere un mantenimiento de la tendencia observada en los datos reales de julio.

*Daniel Suárez Montes*

## EL ORO Y SU CARÁCTER DE ACTIVO REFUGIO

En las últimas semanas, se ha generalizado la búsqueda de un activo refugio. A los más tradicionales candidatos, como los bonos emitidos por tesoros AAA (que quedan cada vez menos y, aunque EE UU no lo sea, según S&P, los inversores siguen creyendo que sí lo es), se le ha unido el oro.

El oro sólo podría considerarse activo refugio si el riesgo que se quiere cubrir es del estilo «cisne negro». Es decir, el oro sólo sería un activo refugio si se cree que el conjunto del sistema financiero y la economía mundial están al borde del colapso y se considera que ningún activo financiero (ni

un bono ni una acción) es seguro, dado que cualquier compañía y cualquier Estado puede quebrar. Pero, es más, para comprar oro por el argumento «colapso» es necesario considerar que ni siquiera los billetes y las monedas van a continuar contando con su valor fiduciario, que permite adquirir bienes y servicios con su entrega. En definitiva: se entendería querer invertir en oro porque se considere que estamos ante el inicio de algo muy, muy negativo.

Pero el oro no es un activo refugio desde el punto de vista financiero. Todo lo contrario. Es un activo con mucha volatilidad (del orden del 15-20% anual, es decir, en línea con la renta variable y por encima de la renta fija *high yield*, emergente o convertible, cuya volatilidad es del 8%), que no garantiza que su precio no vaya a caer. En sentido contrario, teniendo en cuenta la espectacular subida de los últimos meses (200%), lo más probable es que la cotización del oro caiga a poco que vuelva la normalidad de los mercados financieros y los inversores en oro opten por garantizar los beneficios acumulados.

*David Cano Martínez*

## EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL

Agosto ha sido un mes convulso para los mercados bursátiles y refleja, como balance del mismo, pérdidas generalizadas. Desde el punto de vista del Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión, el mes de agosto ha sido muy «plano», casi languideciente.

Lo que es más destacable, y no positivo, es la extraordinaria sequía de transacciones. Los inversores parecen haber puesto sus ojos en el mercado principal y se han olvidado de los pequeños valores. De esta forma, según Bolsas y Mercados Españoles (BME), la Bolsa española ha negociado en agosto en renta variable un 32% más que el mismo mes del pasado año, siendo el mejor agosto de los últimos cuatro por volumen de actividad. Sin embargo, el crecimiento del negocio en el Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión (MaB-ee) ha sido únicamente del 18% y esto considerando que el censo de cotizadas prácticamente se ha duplicado. Un sencillo cálculo de volumen de negociación por valor nos llevaría a decir que se ha reducido en torno a un 40% con respecto a 2010, pobre balance que deberíamos atribuir a factores exógenos, en cualquier caso, estacionales y emplazarnos a una recuperación postestival.

*Javier López Somoza*

# El post del mes Paula Ameijeiras

## Implicaciones del impuesto sobre transacciones financieras



La Comisión Europea (CE) ha presentado una propuesta en forma de directiva de impuesto sobre las transacciones financieras (FTT según sus siglas en inglés) en línea con lo anunciado este verano por Francia, Alemania y España. El FTT gravaría todas las transacciones sobre instrumentos financieros entre instituciones financieras (bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones, operadores de Bolsa, fondos de capital riesgo...) en el caso de que, al menos, una de las partes en la transacción esté establecida en la Unión Europea (UE). No se gravaría ni a los particulares ni a las empresas; las hipotecas, préstamos bancarios, seguros, etc. no entrarían en el ámbito de la propuesta.

El intercambio de acciones y bonos se gravaría con un tipo del 0,1% y los derivados con un 0,01%. La CE ha propuesto que el impuesto entre en vigor en 2014 y estima, sin justificación detallada, que, a partir del volumen de transacciones objeto de gravamen a 2010, se podrían recaudar 57.000 millones de euros al año (apenas un 0,13% de los activos totales de entidades de crédito, aseguradoras, fondos de pensiones e inversión del área

euro). En la propuesta se recogen varias estimaciones del potencial impacto recaudatorio por instrumento financiero y a partir de los volúmenes negociados en los mercados.

Los ingresos del FTT se repartirían entre la UE y los Estados miembros: parte del impuesto funcionaría como un recurso propio de la UE que reduciría parcialmente las contribuciones nacionales. Además, los Estados miembros podrían incrementar sus ingresos gravando las transacciones financieras con un tipo más alto.

**El impuesto gravaría todas las transacciones sobre instrumentos financieros entre instituciones financieras cuando, al menos, una de las partes esté establecida en la UE**

Con el FTT, la CE desestima, argumentando razones de recaudación, la propuesta del Fondo Monetario Internacional de un impuesto sobre actividades financieras (FAT) que grave el «valor añadido» del sector financiero -entendido éste como la suma de be-

neficios y salarios- y mantiene la ventaja fiscal sobre los servicios financieros por la exención del IVA.

Dado que el establecimiento de cualquier tipo de impuestos de ámbito financiero sólo sería eficiente si se adoptase a nivel global, las próximas etapas pasarían por la aprobación del Consejo y del Parlamento europeo (requiere unanimidad de los 27, y Reino Unido ya ha hecho pública su oposición) para, posteriormente, intentar encontrar consenso en el seno del G-20.

La armonización en este sentido evitaría el riesgo de deslocalización financiera (tratar de operar por fuera de la UE) y supuestos de doble imposición (algunos Estados ya aplican alguna forma de impuesto sobre las transacciones financieras).

Sobre sus consecuencias, encontramos en el tamaño de las carteras de negociación publicadas en los balances de las entidades una primera aproximación de su impacto en los sistemas financieros con una mayor sensibilidad hacia la medida propuesta, siendo conscientes de que se gravaría la transacción y no el stock. La banca francesa, con una cartera de negociación que supera los 1,6 billones, destaca sobre el resto de países ::

## TIPOS DE CAMBIO. DIVISA FRENTE AL EURO

País	Divisa	Código	27/09/2011	Hace 52 semanas	Últimas 52 semanas	
					Máximo	Mínimo
Argentina	Peso	ARS	5,73	5,41	6,08	5,14
Brasil	Real	BRL	2,45	2,31	2,38	2,18
Bulgaria	Lev	BGL	1,96	1,96	1,96	1,96
Canadá	Dólar	CAD	1,39	1,40	1,43	1,28
Chile	Peso	CLP	686,59	659,67	690,47	631,93
China	Yuan	CNY	8,73	9,13	9,67	8,56
Colombia	Peso	COP	2.577,02	2.459,34	2.659,06	2.400,82
Corea del Sur	Won	KRW	1.599,05	1.556,67	1.599,72	1.454,98
EEUU	Dólar	USD	1,36	1,37	1,49	1,29
Hungría	Florín	HUF	286,13	276,52	279,75	263,64
India	Rupia	INR	66,91	61,35	66,18	58,43
Japón	Yen	JPY	104,52	114,05	122,74	107,04
Kenia	Chelín	KES	140,10	110,31	131,66	104,76
Malasia	Ringgit	MYR	4,29	4,21	4,43	3,97
Marruecos	Dirham	MAD	11,23	11,23	11,40	11,11
Nigeria	Naira	NGN	215,66	210,98	230,53	197,16
Perú	Sol	PSS	3,77	3,81	4,21	3,62
Polonia	Zloty	PLN	4,38	3,98	4,09	3,84
Reino Unido*	Libra	GBP	0,87	0,87	0,90	0,83
Rep. Checa	Corona	CZK	24,46	24,57	24,91	23,99
Rep. Sudáfrica	Rand	ZAR	10,62	9,52	9,94	8,79
Rusia	Rublo	RUB	43,22	41,73	40,85	39,17
Suiza	Franco	CHF	1,22	1,33	1,32	1,19
Venezuela	Bolivar	VEB	5,86	5,86	6,40	5,55

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

Fuente: EcoWin

## TIPOS DE INTERÉS. SEPTIEMBRE 2011

	1 día	3 meses	1 año		1 día	3 meses	1 año
Área euro	0,85	1,61	1,88	Canadá	1,30	1,68	2,20
Dinamarca	1,32	1,39	1,91	Estados Unidos	0,30	0,56	1,04
Reino Unido	0,75	1,25	2,38	Argentina	9,50	12,44	15,63
Suecia	2,35	2,61	2,79	Brasil	11,88	7,81	7,20
Suiza	0,22	0,46	1,10	Chile	5,30	3,13	3,22
				México	4,51	4,26	4,46
Bulgaria	0,53	5,00	6,40	Perú	2,57	4,45	5,46
Rep. Checa	0,75	1,14	1,56				
Hungría	4,80	5,35	6,20	Australia	4,98	5,75	5,77
Polonia	4,82	4,78	4,89	China	3,10**	5,6195	5,254
Rusia	5,75	6,50	7,53	Corea	3,55*	2,33	1,47
				Hong Kong	0,26	0,30	0,74
Egipto	2,25	5,75	6,25	Indonesia	5,30	5,75	6,25
Sudáfrica	6,50	6,24	6,41	Japón	0,35	0,95	1,48
Turquía	8,75	8,75	9,75	Singapur	0,02	0,38	1,07

\* A una semana. \*\* Tipo Repo Overnight.

Fuente: EcoWin y Reuters.

## «RATINGS» A LARGO PLAZO EN MONEDA EXTRANJERA. SEPTIEMBRE 2011

País	MOODY'S	S&P	País	MOODY'S	S&P
<b>AMÉRICA LATINA Y CENTRAL</b>			<b>ÁFRICA Y ORIENTE PRÓXIMO</b>		
Argentina	B3	Bu	Egipto	Ba3	BB
Brasil	Baa2	BBB-	Marruecos	Ba1	BBB-
Chile	Aa3	A+	Nigeria	NR	B+
Colombia	Baa3	BBB-	Senegal	B1	B+
México	Baa1	BBB	Sudáfrica	A3	BBB+
Perú	Baa3	BBB	Túnez	Baa3	BBB-
Venezuela	B2	B+			
<b>EUROPA DEL ESTE</b>			<b>ASIA</b>		
Bulgaria	Baa2	BBB	China	Aa3	AA-
Rumanía	Baa3	BB+	India	Baa3	BBB-u
Rusia	Baa1	BBB	Indonesia	Ba1	BB+
Turquía	Ba2	BB	Tailandia	Baa1	BBB+
			Vietnam	B1	BB-

\* WR: Calificación retirada. \*\* NR: No calificado.

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

## INDICADORES MACROECONÓMICOS EUROPA. SEPTIEMBRE 2011\*

	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>		
	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)
<b>UNIÓN EUROPEA 27</b>															
Alemania	3,6	3,4	1,9	1,1	2,3	2,0	7,1	6,4	6,0	-3,3	-2,0	-1,2	173,0	197,0	205,0
Bélgica	2,1	2,3	1,8	2,3	3,0	2,3	8,3	7,9	7,8	-4,1	-3,7	-4,2	4,9	5,3	2,8
España	-0,1	0,7	1,1	1,8	3,0	1,7	20,1	20,6	20,2	-9,2	-6,3	-5,3	-64,2	-58,5	-50,4
Francia	1,4	1,9	1,7	1,5	2,0	1,7	9,7	9,5	9,2	-7,0	-5,8	-5,3	-44,7	-64,7	-62,5
Irlanda	-0,4	1,3	0,3	-1,0	1,3	0,7	13,7	14,6	14,0	-32,4	-10,5	-8,8	1,0	2,8	4,4
Italia	1,2	0,8	0,8	1,5	2,7	2,0	8,4	8,4	8,2	-4,6	-4,0	-3,2	-70,9	-91,3	-86,9
Países Bajos	1,7	2,0	1,6	1,3	2,2	1,9	4,5	4,2	4,0	-5,4	-3,7	-2,3	55,8	58,2	59,3
Polonia	3,8	3,9	3,2	2,6	4,1	2,8	9,6	9,3	8,8	-7,9	-5,8	-3,6	-21,0	-23,9	-24,1
Reino Unido	1,4	1,3	2,0	3,3	4,4	2,7	7,8	8,0	7,8	-10,4	-8,6	-7,0	-55,9	-50,2	-42,4
Bulgaria	0,2	2,4	3,0	2,4	4,2	3,2	10,2	9,4	8,5	-3,2	-2,7	-1,6	-0,5	-0,4	-1,0
Rumanía	-1,3	1,5	2,6	6,1	6,2	4,1	7,3	7,2	6,8	-6,4	-4,7	-3,6	-8,6	-7,7	-8,8
Zona euro	1,7	1,9	1,5	1,6	2,6	1,9	10,1	10,0	9,7	-6,0	-4,3	-3,5	-54,2	-70,2	-39,4
UE-27	1,8	1,9	1,7	1,8	2,9	2,1	9,6	9,5	9,1	-6,4	-4,7	-3,8	-30,5	-17,6	14,8
<b>OTROS PAÍSES EUROPEOS</b>															
Rusia	4,0	4,2	4,0	8,8	7,3	6,9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	70,6	86,0	55,0
Suiza	2,6	2,2	1,7	0,7	0,7	1,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	76,4	90,0	84,2
Turquía	9,0	6,5	2,8	8,6	5,9	7,1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-47,7	-74,2	-62,3
Europa Este <sup>4</sup>	4,5	4,3	3,4	6,6	6,4	6,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-11,9	-23,0	-49,4

\* O último dato disponible.  
(p): Previsiones.

<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.

Fuente: Consensus Forecasts, Comisión Europea y elaboración propia.

## INDICADORES MACROECONÓMICOS AMÉRICA. SEPTIEMBRE 2011\*

	PIB <sup>1</sup>			Inflación <sup>1</sup>			Saldo público sobre PIB			Balanza corriente <sup>2</sup>		
	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)
<b>AMÉRICA</b>												
Argentina	9,2	7,1	4,5	10,9	10,4	12,2	-0,1	-1,2	-0,8	3,6	0,9	-1,7
Bolivia	4,1	4,5	4,3	7,2	7,7	7,3	n.d.	n.d.	n.d.	0,9	1,0	1,2
Brasil	7,5	3,6	3,9	5,9	6,4	5,4	2,5	2,5	2,2	-47,4	-55,8	-66,9
Chile	5,2	6,4	4,6	3,0	3,4	3,0	-0,5	0,6	0,8	3,8	0,6	-0,5
Colombia	4,3	5,1	4,6	3,2	3,4	3,4	n.d.	n.d.	n.d.	-8,9	-8,3	-9,1
México	5,4	3,8	3,4	4,4	3,4	3,7	-2,6	-2,5	-2,2	-5,7	-10,0	-15,6
Perú	8,8	6,4	5,4	2,1	3,4	2,6	n.d.	n.d.	n.d.	-2,3	-3,5	-4,1
Venezuela	-1,5	3,0	3,3	27,4	28,4	27,8	-4,0	-2,6	-3,6	14,4	27,0	24,0
América Latina	6,3	4,3	4,0	6,6	6,8	6,4	n.d.	n.d.	n.d.	-56,3	-67,5	-93,3
EEUU	3,0	1,8	2,4	1,6	3,0	2,1	-11,2	-10,0	-8,6	-471,0	-482,0	-497,0
Canadá	3,2	2,7	2,5	1,8	2,9	2,1	n.d.	n.d.	n.d.	-49,4	-38,8	-32,8

\* O último dato disponible. <sup>1</sup> Tasa de crecimiento anual. <sup>2</sup> Miles de millones de dólares. (p): Previsiones.

Fuente: Consensus Forecasts.

## INDICADORES MACROECONÓMICOS ASIA/PACÍFICO. SEPTIEMBRE 2011

	PIB <sup>1</sup>			Inflación <sup>1</sup>			Balanza corriente <sup>2</sup>		
	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)
<b>ASIA/PACÍFICO</b>									
China	10,4	9,1	8,6	3,3	5,3	3,9	305,4	306,5	305,5
India	8,5	7,5	8,0	10,4	7,9	7,0	-44,3	-52,8	-56,6
Japón	4,0	-0,5	2,4	-0,7	-0,2	-0,2	196,2	139,0	161,8
Corea del Sur	6,2	3,9	4,2	3,0	4,3	3,2	28,2	23,0	20,8
Asia/Pacífico	7,0	4,6	5,4	2,6	3,5	2,8	598,3	526,9	530,5

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

Fuente: Consensus Forecasts.

## COMERCIO EXTERIOR POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. ENERO-JULIO 2011

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros
Andalucía	13.160,0	10,5	24,7	16.671,1	11,1	23,3	-3.511,0
Aragón	5.898,6	4,7	23,9	4.618,7	3,1	14,2	1.279,9
Asturias	2.251,3	1,8	17,9	2.387,7	1,6	18,1	-136,4
Baleares	357,7	0,3	-28,9	914,7	0,6	-0,4	-557,0
Comunidad Valenciana	11.876,1	9,5	9,8	12.164,0	8,1	8,4	-287,9
Canarias	1.384,3	1,1	26,4	2.591,9	1,7	-0,9	-1.207,6
Cantabria	1.545,3	1,2	18,1	1.172,7	0,8	4,6	372,7
Castilla-La Mancha	2.199,9	1,8	22,8	2.820,9	1,9	-3,3	-621,0
Castilla y León	7.379,5	5,9	19,8	6.141,9	4,1	17,3	1.237,6
Cataluña	32.217,2	25,8	16,4	42.002,0	27,9	8,5	-9.784,8
Ceuta	0,1	0,0	50,0	209,4	0,1	24,9	-209,3
Extremadura	806,2	0,6	11,7	589,0	0,4	0,8	217,2
Galicia	10.137,2	8,1	18,1	8.109,8	5,4	5,4	2.027,4
Madrid	14.117,1	11,3	17,0	29.475,9	19,6	2,3	-15.358,8
Melilla	2,3	0,0	0,9	86,2	0,1	15,0	-83,9
Murcia	3.179,8	2,5	10,7	5.292,6	3,5	23,0	-2.112,8
Navarra	4.800,3	3,8	18,3	3.062,4	2,0	20,8	1.737,9
País Vasco	12.216,7	9,8	19,0	10.392,5	6,9	20,1	1.824,2
La Rioja	885,5	0,7	24,3	639,8	0,4	19,6	245,7
Sin determinar	583,2	0,5	94,3	1.363,5	0,9	38,1	-780,2
<b>Total</b>	<b>124.998,2</b>	<b>100,0</b>	<b>17,8</b>	<b>150.706,3</b>	<b>100,0</b>	<b>10,3</b>	<b>-25.708,1</b>

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

## COMERCIO EXTERIOR POR SECTORES ECONÓMICOS. ENERO-JULIO 2011

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros
Alimentos	17.557,5	14,0	9,2	15.173,0	10,1	12,0	2.384,6
Productos energéticos	7.832,1	6,3	62,8	31.710,3	21,0	26,8	-23.878,2
Materias primas	3.342,4	2,7	28,1	6.604,3	4,4	32,7	-3.261,9
Semimanufacturas no químicas	15.658,9	12,5	22,0	11.967,8	7,9	16,5	3.691,1
Productos químicos	17.662,9	14,1	6,0	22.286,7	14,8	5,4	-4.623,9
Bienes de equipo	24.908,2	19,9	18,4	27.217,8	18,1	1,4	-2.309,6
Sector automóvil	20.912,2	16,7	17,7	16.111,2	10,7	3,6	4.801,0
Bienes de consumo duradero	1.970,2	1,6	0,2	3.728,8	2,5	-21,1	-1.758,6
Manufacturas de consumo	9.765,4	7,8	9,2	14.850,3	9,9	5,9	-5.084,9
Otras mercancías	5.388,3	4,3	56,0	1.056,1	0,7	80,6	4.332,2
<b>TOTAL</b>	<b>124.998,2</b>	<b>100,0</b>	<b>17,8</b>	<b>150.706,3</b>	<b>100,0</b>	<b>10,3</b>	<b>-25.708,2</b>

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

## INTERCAMBIOS COMERCIALES DE ESPAÑA POR ÁREAS GEOGRÁFICAS. ENERO-JULIO 2011

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros
<b>UNIÓN EUROPEA</b>	<b>82.979,1</b>	<b>66,4</b>	<b>14,8</b>	<b>79.378,6</b>	<b>52,7</b>	<b>4,4</b>	<b>3.600,5</b>
<b>ZONA EURO</b>	<b>66.431,3</b>	<b>53,1</b>	<b>11,4</b>	<b>64.545,7</b>	<b>42,8</b>	<b>5,5</b>	<b>1.885,7</b>
Francia	22.555,0	18,0	12,2	16.962,2	11,3	12,0	5.592,8
Bélgica	3.577,2	2,9	21,8	3.819,9	2,5	8,8	-242,7
Luxemburgo	111,4	0,1	16,0	298,1	0,2	20,5	-186,7
Países Bajos	3.666,8	2,9	12,3	5.930,7	3,9	-1,0	-2.263,8
Alemania	12.776,9	10,2	13,7	17.712,8	11,8	6,4	-4.935,9
Italia	10.175,6	8,1	10,4	10.027,6	6,7	3,0	148,0
Irlanda	428,2	0,3	-9,8	1.545,8	1,0	-21,1	-1.117,7
Portugal	9.644,7	7,7	3,7	5.289,6	3,5	10,6	4.355,1
Austria	1.139,9	0,9	25,5	1.098,6	0,7	5,4	41,3
Finlandia	474,0	0,4	48,4	607,6	0,4	-1,5	-133,6
Grecia	916,0	0,7	-2,4	295,7	0,2	-8,2	620,3
Eslovenia	279,5	0,2	21,1	136,4	0,1	10,0	143,1
Malta	145,1	0,1	85,0	31,0	0,0	-59,8	114,1
Chipre	143,9	0,1	-32,9	8,4	0,0	18,0	135,5
Eslovaquia	342,9	0,3	35,6	718,5	0,6	-23,3	-375,6
Estonia	54,3	0,0	27,5	63,0	0,1	204,9	-8,7
<b>RESTO UE</b>	<b>16.547,8</b>	<b>13,2</b>	<b>31,1</b>	<b>14.833,0</b>	<b>9,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>1.714,8</b>
Reino Unido	8.044,0	6,4	19,7	6.025,1	4,0	-3,8	2.018,8
Dinamarca	667,3	0,5	25,9	949,1	0,6	-2,7	-281,8
Suecia	1.255,8	1,0	46,5	1.579,0	1,0	18,4	-323,1
Letonia	62,1	0,0	43,1	97,3	0,1	141,1	-35,2
Lituania	111,4	0,1	13,6	110,8	0,1	-5,3	0,5
Polonia	2.047,6	1,6	36,1	1.835,8	1,5	0,6	211,8
República Checa	969,3	0,8	14,2	1.372,7	1,1	5,3	-403,4
Hungría	662,0	0,5	30,9	1.001,5	0,8	-4,6	-339,5
Bulgaria	642,0	0,5	270,2	162,2	0,1	-2,7	479,8
Rumanía	765,3	0,6	65,1	476,9	0,3	-20,9	288,4
<b>RESTO EUROPA</b>	<b>9.607,6</b>	<b>7,7</b>	<b>34,0</b>	<b>10.889,1</b>	<b>7,2</b>	<b>27,3</b>	<b>-1.281,5</b>
Suiza	2.262,7	1,8	13,8	1.651,7	1,1	2,5	611,1
Noruega	1.266,1	1,0	134,3	956,2	0,6	-9,6	309,8
Turquía	2.668,0	2,1	26,2	2.063,4	1,4	14,8	604,6
Rusia	1.408,0	1,1	38,0	5.359,7	3,6	56,6	-3.951,7
Croacia	141,4	0,1	19,7	49,1	0,0	84,8	92,3
<b>AMÉRICA DEL NORTE</b>	<b>5.597,7</b>	<b>4,5</b>	<b>31,2</b>	<b>6.898,3</b>	<b>4,6</b>	<b>17,2</b>	<b>-1.300,6</b>
EEUU	4.921,3	3,9	30,6	6.209,4	4,1	15,9	-1.288,0
Canadá	676,2	0,5	35,6	688,8	0,5	30,8	-12,6
<b>AMÉRICA LATINA</b>	<b>6.860,6</b>	<b>5,5</b>	<b>26,8</b>	<b>8.400,4</b>	<b>5,6</b>	<b>24,7</b>	<b>-1.539,8</b>
Argentina	572,5	0,5	28,4	1.103,2	0,7	34,7	-530,7
Brasil	1.588,0	1,3	33,3	2.033,6	1,3	16,1	-445,6
México	1.717,5	1,4	9,7	2.031,8	1,3	19,3	-314,3
<b>RESTO DE AMÉRICA</b>	<b>173,4</b>	<b>0,1</b>	<b>21,9</b>	<b>1.202,9</b>	<b>0,8</b>	<b>7,3</b>	<b>-1.029,6</b>
<b>ASIA</b>	<b>9.282,1</b>	<b>7,4</b>	<b>13,5</b>	<b>29.546,5</b>	<b>19,6</b>	<b>13,4</b>	<b>-20.264,5</b>
Japón	1.016,7	0,8	20,9	1.900,3	1,3	-9,5	-883,6
China	1.898,7	1,5	30,0	10.554,7	7,0	1,9	-8.656,0
Hong-Kong, China	478,0	0,4	20,0	153,6	0,1	-1,8	324,4
Corea del Sur	464,7	0,4	6,9	1.008,6	0,7	-3,6	-544,0
India	759,0	0,6	10,8	1.605,9	1,1	10,2	-847,0
Oriente Medio	3.155,1	2,5	12,1	8.295,1	5,5	32,2	-5.140,1
<b>ÁFRICA</b>	<b>6.659,3</b>	<b>5,3</b>	<b>11,4</b>	<b>13.727,0</b>	<b>9,1</b>	<b>16,0</b>	<b>-7.067,7</b>
Marruecos	2.477,0	2,0	22,1	1.897,9	1,3	15,3	579,1
Argelia	1.435,3	1,1	25,2	3.163,2	2,1	21,8	-1.727,9
Nigeria	148,3	0,1	12,8	3.450,5	2,3	61,9	-3.302,2
Sudáfrica	576,0	0,5	26,1	640,0	0,4	25,6	-64,0
<b>OCEANÍA</b>	<b>1.065,8</b>	<b>0,9</b>	<b>44,0</b>	<b>663,5</b>	<b>0,4</b>	<b>45,6</b>	<b>402,3</b>
<b>SIN DETERMINAR</b>	<b>2.772,6</b>	<b>2,2</b>	<b>37,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-100,0</b>	<b>2.772,6</b>
<b>TOTAL MUNDIAL</b>	<b>124.998,2</b>	<b>100,0</b>	<b>17,8</b>	<b>150.706,3</b>	<b>100,0</b>	<b>10,3</b>	<b>-25.708,2</b>
<b>Pro memoria:</b>							
TOTAL NO UE	42.019,1	33,6	24,0	71.327,7	47,3	17,6	-29.308,6
TOTAL NO ZONA EURO	58.566,8	46,9	25,9	86.160,7	57,2	14,1	-27.593,8
OCDE	98.307,9	78,6	16,2	96.845,4	64,3	5,5	1.462,5
NAFTA	7.315,0	5,9	25,5	8.929,9	5,9	17,7	-1.614,9
MERCOSUR	2.268,0	1,8	30,2	3.300,8	2,2	19,5	-1.032,8
OPEP	4.564,2	3,7	25,2	16.604,2	11,0	22,1	-12.040,0

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



«Forma parte de lo razonable aumentar algo más el peso del euro. Y ello sería una suerte de bendición para la eurozona»

## Emergentes rescatando

No es la primera vez que en este «Paseo global» llamamos la atención acerca del volumen creciente de reservas internacionales de divisas que están acumulando algunas de las economías consideradas «mercados emergentes». Este paradójico poder inversor que están acumulando economías no desarrolladas les concede una capacidad de influencia en el escenario económico y financiero internacional que no tiene precedentes. La renovada actualidad de esta circunstancia tiene que ver con las posibilidades de que algunos de esos poderes inversores acudan en apoyo de las economías de la eurozona con mayores problemas en la gestión de la ya larga y no menos severa crisis de la deuda soberana.

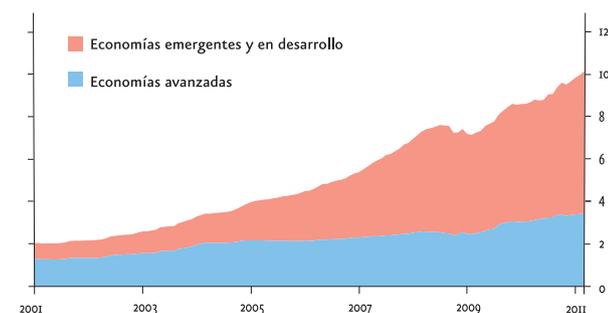
Fue el Ministro de Finanzas brasileño el que anunció que esa posibilidad sería debatida en una próxima reunión de los ministros de finanzas y gobernadores de bancos centrales del grupo constituido por los BRIC (Brasil, Rusia, India y China) más Sudáfrica. Se trata, efectivamen-

sigue disponiendo del mayor volumen: 3,2 billones de dólares. Brasil e India tienen, respectivamente, 350.000 y 320.000 millones de dólares. Se trata de cuantías a todas luces excesivas para los propósitos que han de animar el mantenimiento de esas reservas. No hace falta argumentar mucho para anticipar el impacto que una decisión de inversión coordinada por esos tres países tendría en los ultrasensibles mercados financieros de la eurozona.

En principio, el mantenimiento de las reservas internacionales por cualquier economía responde a razones de apoyo a la balanza de pagos y de estabilización monetaria. Ello exige disponibilidad inmediata de las mismas, liquidez casi absoluta. Aun cuando la prudencia y notable aversión al riesgo es la norma que orienta las decisiones de inversión de las reservas por parte de los bancos centrales, incluso sacrificando rendimientos alternativos, también lo es la diversificación. Hasta ahora, es el dólar de EEUU la moneda en la que se concretan la mayor parte de las reservas. No sólo las de estos países: en todo el mundo, el 60% de esas tenencias reservas (el oro excluido) están en activos denominados en dólares y, dentro de éste, en títulos de deuda pública, preferentemente a corto plazo. Forma parte de lo razonable aumentar algo más el peso del euro. Y ello sería una suerte de bendición para la eurozona. No solo las inversiones destinadas a títulos de deuda pública, sino igualmente las concretadas en el capital de empresas privadas.

En la medida en que una parte no poco significativa del problema de la eurozona es el endeudamiento privado, el de las empresas financieras y no financieras, todo lo que contribuya a aliviar el hoy abultado apalancamiento constituiría un propulsor de la actual agarrotada recuperación económica. En la economía española, apenas se han llevado a cabo muy contadas inversiones en empresas y, probablemente, mucho más en títulos de deuda pública ::

Reservas de divisas, oro excluido  
(billones de dólares de EEUU)



Fuente: FMI.

te, de una mera declaración, sin efectos concretos por el momento y con no pocas reticencias por parte de los inversores potenciales. Pero denota una actitud que es por sí sola reflejo del cambio de alcance que está teniendo en las relaciones económicas y financieras globales. Las credenciales que ampararían un apoyo tal se encuentran reflejadas en el gráfico adjunto. De ese creciente arsenal de liquidez internacional embalsada como reservas internacionales, es China la que

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