



Empresa Global

Nº 113 (diciembre 2011)

EDITA

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

DIRECTOR Javier Paredes

COORDINACIÓN EDITORIAL Esther Aragón

COLABORAN EN ESTE NÚMERO

Yolanda Antón, Pablo Aumente, Miguel Arregui, Sara Baliaña, David Cano, María Fernández García, Pablo Guijarro, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Álvaro Lissón, Verónica López Sabater, Javier López Somoza, Pablo Mañueco, Álvaro Martín Enríquez, Emilio Ontiveros, Javier Santiso, Francisco José Valero.

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 Manzanos y Daniel Sánchez Casado

DEPÓSITO LEGAL M-34827-2001

ISSN 1578-3456

IMPRESIÓN Monterreina, S.A.

Impresa en España - Printed in Spain

La editorial Afi Escuela de Finanzas Aplicadas, 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

Escenarios extremos para el euro

Cuando se cumple el décimo aniversario de la entrada en circulación del euro, la delicada situación que atraviesa en la actualidad el área euro ha hecho que escenarios extremos para la resolución de la crisis hayan adquirido fuerza y se contemplen, incluso, las alternativas más radicales de fragmentación o segmentación de la zona monetaria. La posibilidad de que la solución pase por la creación de un área euro a dos velocidades también ha ganado enteros: una estaría liderada por el eje franco-alemán y las economías hasta ahora ajenas a la crisis de los mercados y la otra por los países rescatados o aquellos que, como Italia o España, están sufriendo en sus cotizaciones la ausencia de una estrategia firme que logre apaciguar a los mercados financieros y frene la escalada del coste de su deuda soberana. A finales de noviembre, Moody's alertaba de que el deterioro de la situación amenazaba con trasladarse a los países más sólidos, como Alemania, Finlandia o los Países Bajos, e incluso apuntaba que el riesgo de asistir a bancarrotas múltiples de Estados de la zona euro no era, ni mucho menos, descartable.

Sin duda, aun cuando estas turbulencias financieras tengan mucho que ver con la crisis de 2007 y su impacto en el conjunto de la economía mundial, y, en especial, en el viejo continente, lo cierto es que los males del euro tienen su origen en causas estructurales. Y es que ahora se comprueba, con elocuente crudeza, que resulta inviable crear una moneda única sin antes haber integrado las políticas económicas y fiscales de quienes comparten una misma moneda.

La solución a la crisis del euro es compleja porque resulta muy difícil conciliar posturas con intereses contrapuestos. Por un lado, están los países del sur, entre los que figura España, que se resienten de tener una moneda apreciada que merma su competitividad y lleva aparejada unos intereses financieros muy elevados. En un contexto como el actual, de desconfianza de los mercados financieros, estos países desearían poder recurrir al Banco Central Europeo para refinanciarse. Pero esto es algo que Alemania, hasta el momento, al menos, se niega a aceptar porque una intervención masiva del BCE en los mercados cuestionaría, en su opinión, la independencia y el compromiso con la estabilidad de precios de la autoridad monetaria y supondría avalar, a su juicio, la gestión económica y presupuestaria irresponsable de quienes promueven esta solución. Sin embargo, Alemania debe ser consciente de que es también una de las economías que más se ha beneficiado de la unión monetaria, si tenemos en cuenta que buena parte de su excedente comercial se realiza con los países de la Europa del sur. De no existir el euro, el franco alemán se habría apreciado fuertemente en el contexto actual propiciando un cierto reequilibrio de los saldos comerciales y de los crecimientos de la Unión Europea.

En cualquier caso, el tiempo se agota y cada día se hace más necesario dar una respuesta contundente y de calado a la crisis soberana. No es de extrañar que un número creciente de agentes económicos, y no sólo relacionados con el mundo financiero, haya empezado a plantearse cuál sería el impacto sobre su estructura de negocio y sus masas de balance de la materialización de escenarios extremos para el euro. En el momento de cerrar esta edición de *Empresa Global*, las autoridades europeas todavía no habían alcanzado un acuerdo formal, pero todo apuntaba a que la postura alemana, de reforma del Tratado de Lisboa para endurecer la supervisión fiscal como precondition a una mayor flexibilidad operativa del BCE en su intervención en el mercado de deuda, acabará finalmente imponiéndose ::

INFORME PAÍS

Egipto: transición política como estímulo a nuevas oportunidades

Egipto se encuentra en pleno proceso de transición política. Las propuestas suscitan esperanzas sobre un cambio abocado a compensar las dificultades por las que atraviesa el país.

Pag. 4

TEMA DEL MES

2012, un año crucial para España: Jornadas de Análisis Económico y de Mercados

Las recientes Jornadas de Afi se celebraron con el objetivo de esgrimir los retos a los que se enfrentará la economía española en 2012 y establecer las pautas claves en la gestión de carteras de activos.

Pag. 10

OBSERVATORIO EXTERIOR

La V Cumbre Mundial del Microcrédito

La V Cumbre Mundial del Microcrédito ha tenido lugar en Valladolid y ha recibido a más de 1.600 delegados de más de 92 países.

Pag. 14

NORTE Y SUR

España y los fondos soberanos

JAVIER SANTISO

Pag. 23



ESTRATEGIA GLOBAL

Bondades y maldades de la fragmentación europea

MAURO GUILLÉN

Pag. 27



XXI Cumbre Iberoamericana: transformación del Estado y desarrollo

A pesar de lo deslucida que ha resultado la XXI Cumbre Iberoamericana, es un evento de singular relevancia, ya que son varios los temas que estimamos de especial interés para nuestras empresas.

Pag. 19

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

Simplificación en la información sobre transacciones económicas con el exterior

Para adaptarse a la normativa de la Unión Europea, España acaba de modificar su regulación sobre transacciones económicas con el exterior. Dicha modificación exime a las entidades financieras la remisión al Banco de España de la información sobre operaciones con el exterior de la que no dispongan de forma inmediata y automatizable.

Pag. 24

FINANZAS PERSONALES

Vuelta de la volatilidad ante un entorno político inestable e incierto

Los mercados financieros vuelven a estar marcados por altos niveles de volatilidad al hilo de un contexto político e institucional incierto que sigue sin dar respuestas definidas y contundentes a la crisis de deuda soberana de la zona euro.

Pag. 28



RIESGO DE CAMBIO

Cuestión de credibilidad

A lo largo de las últimas semanas, la incertidumbre en relación con el futuro del área euro se ha incrementado dejando atrás el efecto positivo de las reuniones que tuvieron lugar a final de octubre. La acción combinada de la indefinición de los mecanismos de rescate y la rebaja de tipos de interés abordada por el BCE han provocado una renovada debilidad del euro.

Pag. 31

EMERGENTES

Latinoamérica vulnerable, pero con margen de actuación

La potencial desaceleración, más intensa de lo esperado, de las economías avanzadas se configura como el principal factor de riesgo para Latinoamérica debido al impacto directo motivado de la relación comercial y de la probable huida de capitales y al indirecto derivado por una eventual caída de la cotización de las materias primas.

Pag. 33



CUADRO DE MANDO FINANCIERO

Se materializan los riesgos de liquidez

La deriva negativa en los mercados secundarios de deuda soberana se está trasladando al mercado primario (el de emisión) no sólo en países periféricos, como España, sino también, y cada vez en mayor medida, a emisores núcleo.

Pag. 36



MERCADOS FINANCIEROS

La UME eclipsa a EEUU y a los emergentes

DAVID CANO

Pag. 35

EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN

«Imaginarium es hoy más que una tienda de juguetes»

Félix Tena, el presidente de la compañía, fundó Imaginarium en 1992, una gran marca con una excelente reputación y notoriedad internacional, que se relaciona espontáneamente con productos de calidad y diseño desarrollados sobre la base cultural de contribuir con valores educativos a una sociedad mejor.

Pag. 38



GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

Optimizar y mejorar la gestión del tiempo

El tiempo es una variable finita que sólo tiene una dirección: hacia adelante. La capacidad de gestionar bien el tiempo es una habilidad que las empresas valoran cada vez más en sus trabajadores. Tener claros los objetivos perseguidos, planificar las acciones que se van a seguir, delegar, decidir... son todas cuestiones básicas para optimizar un elemento tan escaso.

Pag. 42

HOMO Oeconomicus

Bill y Melinda García
José Antonio Herce

Pag. 51



EMPRESA, TECNOLOGÍA E INTERNET

La nueva televisión a la carta

Que los hábitos de consumo audiovisual han cambiado es un hecho fácilmente comprobable: los videoclubes son un recuerdo del pasado, los espectadores de las salas de cine disminuyen y las cadenas de televisión están en crisis desde hace años. En este contexto, irrumpe con fuerza la televisión a la carta a través de internet.

Pag. 44

GESTIÓN EMPRESARIAL

Valoración por múltiplos

La valoración por múltiplos cuenta cada vez con mayor aceptación, aunque no suele utilizarse como único método, sino como contraste para valoraciones efectuadas con otras metodologías, especialmente, por descuento de flujos de caja.

Pag. 45

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

Luz verde a la nueva ley concursal

Pag. 49

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

No nos olvidemos del gasto en I+D, por favor

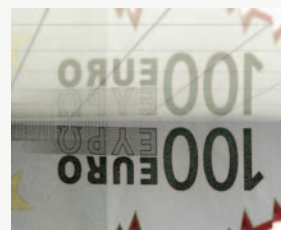
Para una economía como la española, la respuesta para la reactivación del crecimiento debe abordar el fomento de los factores que inciden en la mejora de la competitividad exterior a medio plazo. El capital en investigación e innovación es uno de ellos.

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

Eurozona socavada
Emilio Ontiveros

Pag. 64





Egipto



[Hemera]/Thinkstock.

Tras la dimisión del presidente Mubarak en febrero de 2011 en Egipto, se ha iniciado una etapa de transición marcada por la reflexión sobre el modelo preexistente y los cambios que se deben acometer. Mientras los poderes del Estado han sido asumidos temporalmente por el Consejo Supremo de las Fuerzas Armadas (CSFA), que gestiona los asuntos públicos ante la suspensión transitoria de la Constitución de 1971 y del mandato de las Cámaras, cada vez es más notoria la necesidad de instaurar un sistema estable apoyado en valores democráticos que confieran mayor seguridad jurídica al país.

Egipto es la tercera mayor economía del norte de África y Oriente Medio, situándose sólo por detrás de Arabia Saudita y Emiratos Árabes Unidos. Cuenta con fuentes estables

de divisas, como el turismo (11.600 millones de dólares en 2009-2010), las exportaciones de petróleo y gas (10.260 millones), las remesas de emigrantes (9.753 millones), las entradas de inversión extranjera directa (IED) (6.750 millones) y los ingresos del Canal de Suez (4.500 millones). Ha destacado por su capacidad para capear la crisis económica internacional gracias a las reformas estructurales llevadas a cabo por el Gobierno anterior, que permitieron que el PIB experimentara un crecimiento del 4,7% en el año fiscal 2008-2009 (comprende los meses de junio de 2008 a julio de 2009) y de un 5,1% en el de 2009-2010, alcanzando los 214.500 millones de dólares. Su buen comportamiento en los últimos años ha contribuido a elevar la renta per cápita, de modo que comien-

NOMBRE OFICIAL:

República Árabe de Egipto

**SUPERFICIE:** 997.739 km²**CAPITAL:** El Cairo**OTRAS CIUDADES:** Alejandría, Luxor, Asuán, Port Said, Suez, Ismailia y Beni Suef**SITUACIÓN GEOGRÁFICA:** limita al norte con el mar Mediterráneo, al sur con Sudán, al oeste con Libia y al este con Palestina, Israel y el mar Rojo**CLIMA:** hiperárido**DIVISIONES ADMINISTRATIVAS:** 27 gobernaciones o provincias, que a su vez se dividen en distritos**POBLACIÓN:** 83,5 millones**ESPERANZA DE VIDA:** 75,38 años (mujeres) y 70,07 años (hombres)**GRUPOS ÉTNICOS:** tribus beduinas árabes, comunidad bereber y pueblos nubios**SISTEMA POLÍTICO:** república presidencial**IDIOMAS:** árabe**MONEDA:** libra egipcia (EGP)

Fuente: Economist Intelligence Unit, octubre 2011.

transición política como estímulo a nuevas oportunidades

Con una población que supera los 80 millones de habitantes, Egipto no es sólo el país árabe más poblado, sino también una de las economías más importantes de África. La abundancia de recursos naturales, unida a las políticas de atracción de inversión extranjera, le convierten en un país con crecientes oportunidades de negocio. Hoy, Egipto se encuentra en pleno proceso de transición política. A la espera de que se dilucide el nuevo escenario, una vez que se celebren las elecciones parlamentarias y presidenciales, las propuestas políticas suscitan esperanzas sobre un cambio abocado a compensar las dificultades por las que atraviesa el país. La última palabra la tiene la ciudadanía egipcia.

Pablo Aumente



Templo de Abú Simbel.

[Hemera/Thinkstock]

za a emerger una clase media que ayudará a incrementar la demanda interna. Se estima que, actualmente, unos 13 millones de personas componen las clases adineradas del país (nueve millones de clase alta y cuatro millones de clase media), que son las que tienen acceso a niveles de confort occidentales y, por consiguiente, son los principales consumidores de los productos importados desde Europa.

En cambio, en el presente ejercicio fiscal, se ha verificado una contracción del crecimiento económico, que se ha situado en un discreto 1,8%. Dicha contracción ha venido propiciada por los problemas políticos que ha registrado el país, que han incidido negativamente en dos importantes fuentes de crecimiento: el sector turístico y la IED. Además, se está experimentando un incremento en el saldo negativo de la balanza por cuenta corriente y una depreciación de la libra egipcia con respecto al dólar, que, unido a las subidas en los precios de los alimentos y a los incrementos salariales acordados por el Gobierno de transición, han provocado un repunte en la inflación, principal punto débil del cuadro macroeconómico egipcio. Por su parte, el déficit fiscal asciende a un 9,7% en el ejercicio 2010-2011 y las previsiones apuntan a un incremento hasta niveles de dos dígitos para el próximo ejercicio.

APERTURA EN MATERIA COMERCIAL

En los últimos años, Egipto ha tratado de fomentar sus relaciones con el exterior a través de la suscripción de acuerdos con terceros países que

contemplan un proceso de liberalización comercial y desarme arancelario progresivo. En este sentido, cabe mencionar los acuerdos de asociación firmados con la UE, con Turquía, con los socios del Acuerdo de Agadir (Marruecos, Túnez y Jordania), con los 19 Estados africanos integrados en COMESA (Common Market for Eastern and Southern Europe) y con los países PAFTA (Pan-Arab Free Trade Area, que incluye Emiratos Árabes Unidos, Arabia Saudita, Kuwait, Bahrein y Líbano, entre otros).

La coyuntura política está afectando negativamente a la evolución del turismo y de los flujos de entrada de IED en Egipto

La proximidad a importantes mercados, como los representados por los países mediterráneos y de Oriente Medio, y el acceso preferente a ellos gracias a los acuerdos internacionales que mantienen, refuerzan el atractivo de Egipto como destino de inversiones y puerta de acceso comercial a terceros mercados.

En lo relativo a los principales socios comerciales de Egipto, los países de la OCDE son sus mayores proveedores. De hecho, en el año 2010, las importaciones egipcias procedentes de los países de la OCDE representaron un 47,3% del total. A pesar de la fortaleza del euro y el encarecimiento relativo de los productos europeos, la UE es el primer socio comercial de Egipto, a lo que ha contribuido decisivamente el acuerdo suscrito por ambas partes.

Del conjunto de los países comunitarios procede el 36,5% del total de las importaciones realizadas por Egipto, dentro de las cuales Alemania (7,4%) e Italia (7,2%) son los países que tienen mayor cuota, seguidos por Francia (4,5%) y Reino Unido (3,2%). En 2010, España ocupó el sexto lugar como proveedor europeo (2,2%). Tras la Unión Europea, los países árabes y EEUU completan el espectro de principales orígenes de las compras al exterior del país de los faraones.

En cuanto a la tipología de bienes objeto de comercio, por el lado de las importaciones, los refinados del petróleo y productos alimenticios tienen un peso superior al 50%. Además, a corto plazo, se prevé un incremento del peso de los bienes de equipo en las importaciones como consecuencia del incremento paulatino de la inversión industrial. Por el lado de las exportaciones, existe una concentración en los hidrocarburos (petróleo y gas), que representan el 45% del valor total, y en los hilados de algodón, que suponen el 42%.

No obstante, Egipto tiene un déficit comercial estructural provocado, principalmente, por el crecimiento poblacional, ya que depende del exterior para satisfacer las necesidades alimentarias.

INCENTIVOS A LA INVERSIÓN EXTRANJERA

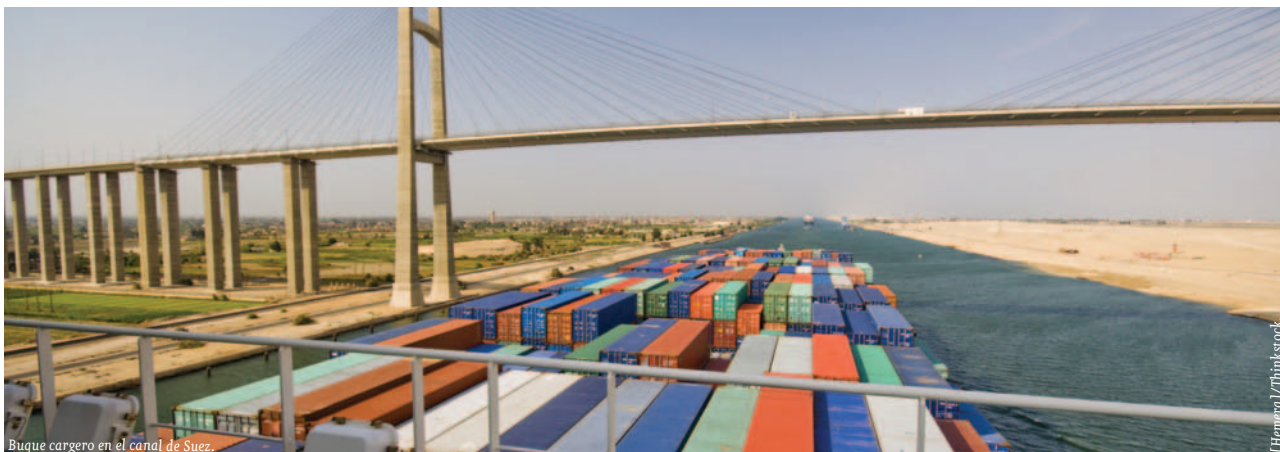
En los últimos años, el Gobierno egipcio ha diseñado una serie de políticas encaminadas a atraer la IED, considerada como prioridad estratégica para el desarrollo económico del país. El sector energético ha sido, tradicionalmente, el receptor mayoritario de IED, aunque el programa de privatizaciones y de desarrollo de proyectos bajo la modalidad de PPP (*public private partnership*) también ha generado oportunidades para los inversores extranjeros en otros sectores como la industria cementera, las telecomunicaciones o el turismo.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	2007	2008	2009	2010	2011(p)	2012 (p)
Crecimiento real del PIB (%)	7,1	7,2	4,7	5,1	1,8	3,7
Inflación anual (%)	9,5	18,3	11,8	11,1	10,8	9,1
Tasa de desempleo (%)	8,9	8,7	9,4	9 (e)	12,2	11,5
Balanza por cuenta corriente (mill. dólares)	194	-1.331	-3.195	-4.435	-6.600	-9.408
Saldo presupuestario (% PIB)*	-7,3	-6,8	-6,6	-8,1	-9,7	-10,2
Deuda pública bruta (% PIB)*	102,5	86,2	83,2 (e)	81,5 (e)	93,8	90,8

* Dato de ejercicio fiscal, que finaliza el 30 de junio; (p): previsión (e): estimación

Fuente: Economist Intelligence Unit.



Buque cargero en el canal de Suez.

[Hemera/Thinkstock]

El marco legal para la promoción de inversiones se instrumenta en la Ley 8/1997, de incentivos y garantías a la inversión (conocida como «ley de inversiones»), la cual establece una lista exhaustiva de aquellas actividades habilitadas a la inversión extranjera que podrán beneficiarse de los incentivos previstos por la propia ley: recuperación de tierras cultivables en el desierto; sector pesquero, avícola y ganadero; industria y minería; turismo; transporte marítimo y aéreo; desarrollo inmobiliario; industria petroquímica; sanidad (siempre y cuando se destine un 10% de la capacidad a servicios gratuitos de salud); infraestructuras de agua, electricidad, transporte y comunicaciones; capital riesgo; *software* informático; *leasing*, y servicios para el mercado de capitales.

Con respecto a los incentivos a la inversión que contempla la normativa egipcia, cabe destacar, con carác-

ter general, los siguientes: (i) tipo general del 20% de impuesto de sociedades, (ii) reducción del arancel medio de importación desde un 14,7 hasta un 6,9%, (iii) facilidad para el traslado de la propiedad y transferencia de acciones, (iv) derecho de repatriación del 100% de los beneficios derivados de inversiones extranjeras, (v) garantía legal contra la expropiación y (vi) garantía legal contra la regulación de precios.

La UE se mantiene como primer socio comercial de Egipto, a lo que ha contribuido el acuerdo de asociación firmado entre ambos

La mencionada ley de incentivos y garantías a la inversión también contempla diferentes tipos de exenciones temporales para aquellas empresas establecidas en las zonas francas. Así, estarán exentas del impuesto de sociedades y, en su

lugar, estarán obligadas a pagar el 1% sobre el valor de los bienes que entren y salgan de la zona. En segundo lugar, el impuesto de importación no se aplicará en esas zonas para todo tipo de importaciones. Estas ventajas se aplicarán durante 20 años para cualquier actividad que se realice fuera del valle del Nilo y de 10 años cuando se recuperen tierras desérticas para el cultivo o el desarrollo de nuevas zonas urbanas.

Además, la Ley 83/2002, de zonas económicas especiales, contempla la concesión de beneficios a los proyectos industriales, agrícolas y de servicios ubicados en las mismas.

La Autoridad General para Inversiones y Zonas Francas (GAFI-General Authority for Investments and Free Zones) es el organismo público competente para la promoción y atracción de IED en Egipto. Está bajo la dependencia del Primer Ministro y se ocupa del asesoramiento y atención al inversor para facilitar

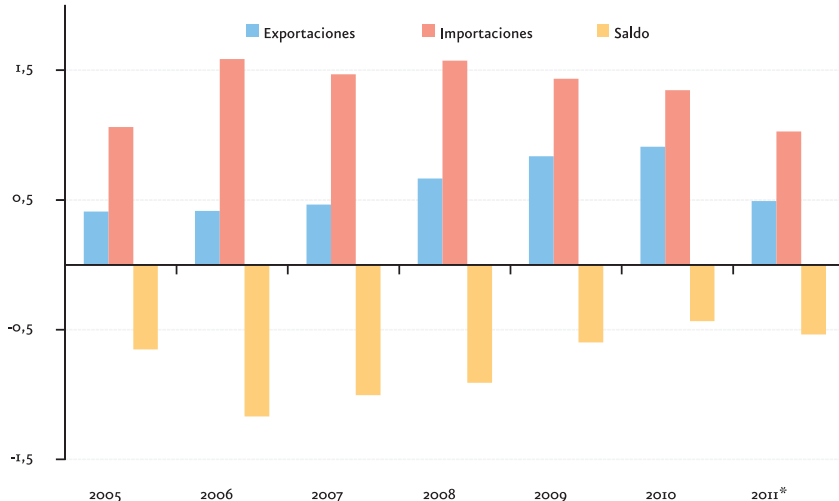
TRATAMIENTO DE LA INVERSIÓN EN EGIPTO

Categoría	Régimen ordinario	Zona franca	Zona económica especial
Impuesto sobre beneficios	<ul style="list-style-type: none"> Tipo general del 20% Tipo especial del 40,55% para sector hidrocarburos 	<ul style="list-style-type: none"> Proyecto comercial: 1% sobre el valor de los <i>inputs</i> Proyecto industrial: 1% sobre el valor añadido de los <i>outputs</i> Prestación servicios: 1% del beneficio 	<ul style="list-style-type: none"> Tipo general del 10%
Impuesto de importación	<ul style="list-style-type: none"> Rango del 2-32% según tipo de producto 	<ul style="list-style-type: none"> Exento 	<ul style="list-style-type: none"> Exento
Impuesto de exportación y ventas	<ul style="list-style-type: none"> Rango del 5-25% del importe de la operación 	<ul style="list-style-type: none"> Exento cuando la venta se realice fuera de Egipto Tipo del 10% sobre el valor de componentes no domésticos cuando la venta se realice en Egipto 	<ul style="list-style-type: none"> Exento cuando la venta se realice fuera de Egipto Tipo del 10% sobre el valor de componentes no domésticos cuando la venta se realice en Egipto
Cotizaciones salariales	<ul style="list-style-type: none"> Rango del 10-20% según nivel salarial 	<ul style="list-style-type: none"> Rango del 10-20% según nivel salarial 	<ul style="list-style-type: none"> Tipo general del 5%
Mínimo de exportación	<ul style="list-style-type: none"> No aplica 	<ul style="list-style-type: none"> Rango del 50-80% 	<ul style="list-style-type: none"> Variable en función de cada zona

Fuente: elaboración propia a partir de Ley 8/1997 de incentivos y garantías a la inversión.

Balanza comercial hispano-egipcia

(millones de euros)



* Datos hasta agosto.

Fuente: elaboración propia a partir de Datacomex.

el proceso de implantación de empresas extranjeras en el país. Por su especial carácter estratégico, en el caso de inversiones relativas a la exploración y extracción de crudo, tal

competencia recae en el Ministerio del Petróleo.

Los flujos de entrada de IED en Egipto se han moderado en los últimos años debido, principalmente, a

la crisis financiera internacional. Partiendo del ejercicio fiscal 2007-2008, en el que la IED alcanzó la cifra récord de 13.200 millones de dólares, en el ejercicio posterior, ésta se redujo un 39,3% y, en el de 2009-2010, un 16,6%, hasta los 6.760 millones de dólares. La caída de la inversión en el sector de hidrocarburos ha sido el factor que mayor incidencia ha tenido en esta tendencia decreciente de las entradas de capital extranjero, al ser destinatario de más del 65% del total de la IED recibida.

El sector energético ha sido, tradicionalmente, el receptor mayoritario de IED, si bien la industria cementera, las telecomunicaciones o el turismo también han atraído inversiones

Los datos relativos al primer trimestre del ejercicio fiscal 2010-2011 muestran una nueva caída en la IED, del -107%, acentuada por la transición política en la que se encuentra inmerso el país desde la revolución de enero de 2011.

En términos de *stock* acumulado de IED en Egipto, en el período 2002-2010, se superaron los 70.000 millones de dólares resultantes de las inversiones procedentes de, por este orden, la UE (35% del total), EEUU y países árabes. El principal inversor comunitario y mundial en Egipto fue Reino Unido, seguido de Bélgica, Francia, Chipre y España.

Tras la reciente caída registrada en los flujos de IED, se proyectan nuevas oportunidades a raíz de una declaración de intenciones por parte de los países del Golfo (liderados por Qatar, Emiratos Árabes Unidos y Arabia Saudita) en virtud de la cual se han comprometido a destinar fondos millonarios para potenciar las inversiones en Egipto en los sectores de agricultura, construcción, petróleo, transporte y turismo, entre otros.

Dentro de los campos de actividad con mayor potencial para la inversión extranjera, cabe destacar el energético, dentro del cual la Admi-

10 PRIMEROS CAPÍTULOOS EXPORTADOS A EGIPTO DESDE ESPAÑA EN 2010

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
84	Máquinas y aparatos mecánicos	151.001,94	16,56
74	Cobre y sus manufacturas	142.259,81	15,60
72	Fundición, hierro y acero	138.496,68	15,19
32	Tanino; mat. colorantes; pintura	66.462,34	7,29
85	Aparatos y material eléctrico	42.923,20	4,71
87	Vehículos automóviles: transportes	41.514,87	4,55
39	Mat. plásticas; sus manufacturas	29.971,78	3,29
88	Aeronaves; vehículos espaciales	26.753,32	2,93
48	Papel, cartón; sus manufacturas	21.978,26	2,41
73	Manuf. de fundic. hierro y acero	21.250,59	2,33
	Subtotal	682.612,79	74,86
	Total exportaciones	911.833,12	100,00

Fuente: ESTACOM.

10 PRIMEROS CAPÍTULOOS IMPORTADOS POR ESPAÑA DE EGIPTO EN 2010

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
27	Combustibles, Aceites minerales	860.373,80	63,94
31	Abonos	73.408,84	5,46
72	Fundición, hierro y acero	69.203,79	5,14
87	Vehículos automóviles; tractores	62.905,93	4,68
62	Prendas de vestir; no de punto	56.773,28	4,22
28	Productos químicos inorgánicos	36.648,02	2,72
41	Pieles (exc. peteler.); cueros	31.407,41	2,33
88	Aeronaves; vehículos espaciales	18.649,50	1,39
85	Aparatos y material eléctricos	15.756,24	1,17
76	Aluminio y sus manufacturas	15.345,09	1,14
	Subtotal	1.240.471,90	92,19
	Total importaciones	1.345.548,06	100,00

Fuente: ESTACOM.

nistración egipcia está impulsando las energías renovables como alternativa a la dependencia del petróleo y del gas. De hecho, en la décima Conferencia Mundial de Energías Renovables (WREC 2011), celebrada en El Cairo el pasado mes de noviembre, quedaron patentes las oportunidades e interés de organismos multilaterales (Banco Mundial, Banco Africano de Desarrollo, Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo, Banco Europeo de Inversiones) en potenciar un sector todavía incipiente en Egipto. Otros sectores que ofrecen oportunidades son los relacionados con infraestructuras de transporte (principalmente, en el ámbito del tráfico rodado), telecomunicaciones, turismo y tecnologías de comunicación. A más largo plazo, cuando realmente se liberalice, también se contemplan interesantes oportunidades de inversión en el sector financiero.

RELACIONES BILATERALES ESPAÑA-EGIPTO

Como hemos visto, la UE es el primer socio comercial de Egipto y la primera fuente de IED. Las relaciones comerciales hispano-egipcias se rigen por el acuerdo de asociación firmado entre la UE y Egipto en 2004 en virtud del cual se establece un gradual desarme arancelario sobre las operaciones comerciales bilaterales. España ocupa, como ya se indicaba, el sexto lugar entre los principales proveedores de Egipto, realizando en 2010 unas exportaciones por valor de 912 millones de dólares, casi un 9% superiores al año anterior. Las exportaciones españolas al mercado egipcio han crecido notablemente en los últimos años como consecuencia de su fuerte demanda interna. A medida que los efectos de la revolución se vean minimizados, nuestras exportaciones podrán retomar la tendencia de crecimiento de los últimos años.

En cuanto a la composición tradicional, por productos, de dichas exportaciones, destacan la maquina-



Estación hidroeléctrica en la presa de Asuan.

ria y aparatos mecánicos (16,56% del total), cobre y aleaciones (15,60%), barras de hierro y acero (15,19%), pigmentos y esmaltes (7,29%) y aparatos y material eléctricos (4,71%). Todas estas partidas concentran más del 50% de las importaciones egipcias procedentes de España.

Por su parte, entre las importaciones que España realiza de Egipto, destaca el gas y otros combustibles, partida que representa el 63,94% del total de las compras realizadas en 2010 a este país. También integran nuestra cesta importadora abonos (5,46%), productos siderúrgicos (5,14%), vehículos automóviles (4,68%) y prendas de vestir (4,22%).

En cuanto a la inversión española en Egipto, ésta puede agruparse en tres bloques diferenciados. Por un lado, están las inversiones relacionadas con el sector de hidrocarburos; por otro, las inversiones de tamaño medio acogidas a la ley de inversiones, y, por último, las inversiones de empresas establecidas en el país a través de *joint ventures* (con socios locales). La inversión neta acumulada desde 1993 hasta 2010 (incluido) asciende a 697,6 millones de euros y se ha dirigido, fundamentalmente, a los sectores de gas natural licuado, industria química, extracción de petróleo y gas, actividades inmobiliarias, construcción y hostelería. Esta inversión está favorecida por la privilegiada situación geográfica de Egipto en la zona, la abundancia de recursos existentes en el país, los

bajos costes productivos y la existencia de un acuerdo sobre promoción y protección recíproca de inversiones (APRI) y un convenio de doble imposición desde junio de 2005. Asimismo, Egipto es país miembro del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones (CIADI) y país firmante de la Declaración de la OCDE sobre Inversión Internacional y Empresas Multinacionales. Además de estos acuerdos legales, hay que resaltar que tanto la Agencia Multilateral de Garantía de Inversiones del Banco Mundial (MIGA) como CESCE ofrecen cobertura de los riesgos asociados a las inversiones en el país.

Las exportaciones españolas al mercado egipcio han crecido notablemente en los últimos años como consecuencia de su fuerte demanda interna

A la inversa, la IED egipcia en España, para el mismo período, ascendió a 47,8 millones de euros, de los cuales 39,6 millones corresponden a la inversión efectuada por la multinacional eléctrica egipcia El Sewedy en la eólica M-Torres.

Con todo, el volumen de inversión directa española en Egipto está por debajo del potencial que ofrece este mercado, de modo que es previsible que se produzca un incremento de dicha inversión a medio plazo, en particular en los sectores de energías renovables, tratamiento de aguas y transporte ::



2012 un año crucial para España

Jornadas de Análisis Económico y de Mercados

Hemos abordado este año las Jornadas de Análisis Económico y de Mercados de Afi bajo el escenario de la crisis soberana en un momento clave para el devenir de las economías del euro con el objetivo de esgrimir los retos a los que se enfrenta la economía española en 2012 (acceso a la financiación, recuperación económica y sostenibilidad de las cuentas públicas) y establecer las pautas claves en la gestión de carteras de activos. Adelantamos que el balance de riesgos actual aconseja optar por un perfil conservador.

Departamento de Análisis Económico y de Mercados de Afi

ENTORNO INTERNACIONAL Y ECONOMÍA ESPAÑOLA

Las últimas Jornadas de Análisis Económico y de Mercados de Afi han transcurrido en medio de un entorno internacional de máxima desconfianza en los mercados financieros, particularmente en los del área euro, donde la probabilidad de ocurrencia de escenarios extremos ha ido ganando enteros ante la falta de una respuesta lo suficientemente contundente desde la esfera institucional como para dar solución a la crisis soberana. El repunte de las curvas de deuda de Italia o España hasta niveles de rentabilidad superiores a los que precipitaron la activación de los programas de asistencia financiera en las economías ya rescatadas, el incremento de las primas de riesgo país en soberanos hasta ahora ajenos al

castigo a la deuda pública (Francia, Austria u Holanda, entre otros) o las dificultades que el propio Tesoro alemán encontraba recientemente para apelar al mercado son algunos de los principales exponentes del grado de estrés al que se encuentran sometidos los mercados de bonos públicos en Europa.

Las alternativas propuestas para restaurar la confianza en mercados se han situado, de forma reiterada y hasta la fecha, por debajo de lo exigido para alterar la dinámica que arrastra en los últimos meses no sólo la deuda pública, sino también el resto de variables financieras de la región. La depreciación del euro es un buen ejemplo de esto último y resulta significativa de cierta reasignación de flujos que, circunscrita hasta la fecha a

los países del euro (movimientos de flujos desde la periferia al «núcleo»), comienza a reflejar una salida de flujos hacia otras áreas monetarias (fundamentalmente, el dólar). Dicha tendencia, de acelerarse y ganar en intensidad, puede llegar a convertirse en una «huida de capitales» en toda regla con las implicaciones que ello supone sobre los bancos del euro y su capacidad para movilizar crédito hacia el resto de agentes económicos del sistema: familias, empresas y, en última instancia, el sector público.

Urge la elaboración de respuestas de calado, ágiles y lo suficientemente contundentes para restaurar la confianza en los mercados financieros

Urge, por tanto, la elaboración de respuestas de calado, ágiles y lo suficientemente contundentes para restaurar la confianza en los mercados financieros. Las propuestas para reforzar la facilidad de estabilidad financiera europea (EFSF, por sus siglas en inglés) y aumentar su capacidad de préstamo efectiva (poco más de 200.000 millones de euros, teniendo en cuenta las cantidades ya comprometidas en los programas de rescate vigentes) o la posibilidad de que el FMI active líneas de liquidez a los países que atraviesen dificultades financieras, adolecen de las características necesarias para convertirse en la panacea que exige a día de hoy el mercado. El tamaño de los mercados de bonos, sobre todo en Italia y España (por sí solos suponen algo más de dos billones de euros), unido a la tosca flexibilidad y al pobre esquema de garantías del EFSF (participación de soberanos «cuestionados» por el mercado) y al exigente calendario de vencimientos de deuda pública periférica en los próximos meses, son factores que, entre otros muchos, limitan el potencial de estas herramientas para convertirse en un «cortafuegos» efectivo.

Son las propuestas orientadas a una mayor «mutualización» de riesgos las que, a día de hoy, cuentan con la entidad suficiente para revertir la actual dinámica de mercados. La propuesta de emisión de eurobonos de la Comisión Europea, títulos con el respaldo del conjunto de Tesoros del área euro, va en la buena dirección, aunque Alemania parece condicionar cualquier tipo de transferencia de riesgos en el ámbito soberano a la configuración de una suerte de unión fiscal para Europa que garantice un poder de fiscalización pleno de las instituciones europeas sobre los presupuestos nacionales. Esta alternativa puede servir como hoja de ruta de la crisis a medio plazo, pero, lógicamente, requiere del establecimiento de mecanismos a corto creíbles para frenar una deriva en las variables financieras como la observada desde el verano pasado. El papel del BCE es, por su mera capacidad para movilizar recursos, clave para restaurar la confianza, aunque su predisposición a

ser parte de la solución en la crisis soberana está siendo, de momento, limitada. Sin su apoyo, es difícil pensar en una vuelta a la «normalidad» financiera, con consecuencias incalculables y apertura de escenarios extremos para las economías que acumulan desequilibrios más pronunciados en su posición fiscal y financiera.

En este contexto, resulta lógico pensar que la evolución de la economía española en los próximos trimestres va a depender, en buena medida, de la idoneidad de la respuesta de las autoridades europeas a la actual crisis, sin despreciar el papel de los factores internos a la hora de afrontar los retos económico-financieros de España en 2012.

El acceso a la financiación es el primero y más importante de estos retos. Las necesidades de refinanciación de la economía el próximo año ascienden a 283.000 millones de euros atendiendo solamente a los vencimientos de deuda del Estado, comunidades autónomas, deuda de agencias y sistema bancario (este último, 120.000 millones). En el caso del Estado, el mantenimiento de la base de demanda interna en las subastas del Tesoro va a ser clave dada la pérdida progresiva de «apetito» por papel español de los no residentes que muestra la evolución más reciente de la estructura de tenencias de deuda del Estado.

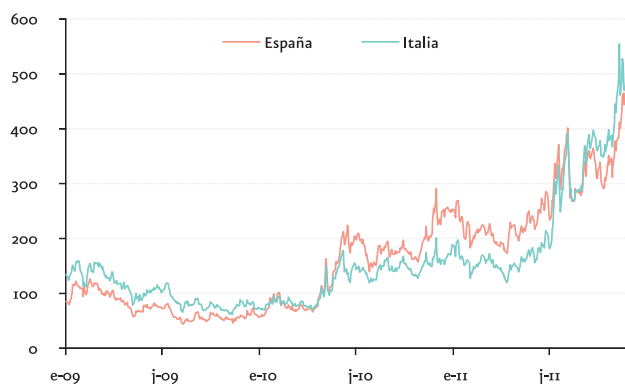
Resulta lógico pensar que la evolución de la economía española va a depender, en buena medida, de la idoneidad de la respuesta de las autoridades europeas a la actual crisis

Para ello, es de vital importancia mantener el correcto funcionamiento del mercado repo con colateral español, que garantiza la «utilidad» de los títulos del Tesoro como instrumento de descuento ante las cámaras de compensación y que ofrecen una vía de financiación de extrema relevancia para un sistema bancario como el español, en el que el acceso a los mercados mayoristas se ha visto claramente restringido y en el que la liquidez del eurosistema desempeña hoy un papel trascendental como fuente de financiación (con datos a octubre, el recurso «neto» al BCE se sitúa en 76.000 millones de euros, ligeramente por encima de lo que le corresponde al sistema español en función de su clave de capital). Este último factor, unido al deterioro en la calidad de los activos del sistema (incremento de la morosidad), a buen seguro introducirá incentivos a «adelgazar» balance para cumplir con requisitos de solvencia (capital regulatorio). La restricción crediticia es la derivada más inmediata de este proceso de desapalancamiento, con efectos claros sobre la capacidad de recuperación de la economía (esperamos una caída de la inversión crediticia de 93.000 millones de euros en 2012).

La necesidad de buscar el equilibrio entre consolidación fiscal y crecimiento es otro de los retos destacados

Primas de riesgo soberano

(diferenciales del tipo de interés a 10 años con Alemania)



Fuente: elaboración propia a partir de Reuters.

de 2012. La reducción de gasto público necesaria para cumplir con los objetivos de déficit entre 2011-2013 es compatible con un ajuste acumulado de 27.000 millones de euros. Las implicaciones sobre la demanda doméstica son evidentes: caída de la renta disponible de los hogares y, en consecuencia, del gasto privado, lo que, unido a la corrección del consumo y a la inversión pública, resulta en una demanda interna claramente recesiva. Las perspectivas para el empleo el próximo año se sitúan en consonancia con el escenario planteado para la demanda interna, con una disminución de la ocupación próxima a las 200.000 personas y un repunte de la tasa de paro hasta cotas cercanas al 23%. La traducción en términos de crecimiento es meridiana: crecimiento cero del PIB en 2012 con recaída de todos los componentes de la demanda interna sólo compensada por el tirón de las exportaciones, auténtico soporte del cuadro macro de la economía española prácticamente desde finales de 2009.

La austeridad fiscal en un contexto de pobre crecimiento conduce, finalmente, a considerar la cuestión de la sostenibilidad de las finanzas públicas, especialmente relevante en un momento como el actual de significativo escrutinio de los mercados sobre la capacidad de los soberanos de generar dinámicas de deuda sostenible. Los niveles de partida de la deuda pública española (70% del PIB) son, sin duda, una ventaja comparativa frente a otras economías periféricas con un sector público más endeudado, y, aunque existen riesgos derivados de un deterioro adicional de las condiciones de financiación (incremento del coste medio de la deuda) o de un crecimiento inferior al esperado, nuestro escenario central pasa por una estabilización del ratio de deuda pública sobre PIB que, con el tiempo, se aproximaría al de otros soberanos del área euro como los de Francia, Austria o la propia Alemania. Una perspectiva plausible, pero que exige de contención en el coste de la deuda y ajuste fis-

cal severo, aunque combinado con estrategias compatibles con una senda de crecimiento sostenida a medio y largo plazo.

POSICIONAMIENTO EN MERCADOS FINANCIEROS: LA «TRINIDAD IMPOSIBLE»

En economía internacional, existe un trilema denominado la «Trinidad imposible» basado en el modelo Mundell-Fleming (desarrollado en la década de los sesenta por Robert Mundell y Marcus Fleming), que advierte que es incompatible que un país pueda combinar una política monetaria independiente con un libre movimiento de capitales y un tipo de cambio fijo. Así, por ejemplo, un país con una cuenta de capital abierta puede sufrir una intensa presión depreciadora de la moneda que debe llevar a su banco central a intervenir para garantizar la estabilidad del tipo de cambio, en una acción que ponga en cuestión su independencia y la consecución de otros objetivos como el de la estabilidad de precios. Por tanto, dicho país debe elegir dos de las tres opciones. Puede fijar su tipo de cambio sin debilitar a su banco central -pero sólo mediante el mantenimiento de controles sobre los flujos de capital-, puede permitir la libre movilidad de capitales manteniendo la autonomía monetaria -pero a expensas de dejar que el tipo de cambio fluctúe- o, por último, puede optar por permitir el libre movimiento de capitales y estabilizar la moneda -pero sólo optando por el abandono de cualquier posibilidad de ajustar las tasas de interés para combatir la inflación o la recesión.

El acceso a la financiación es el primero y más importante de estos retos

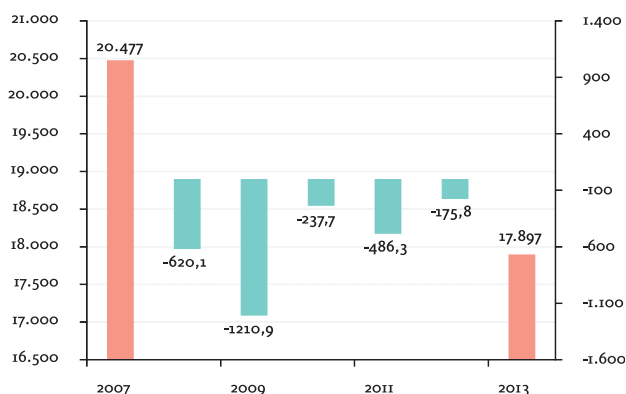
Pues bien, en el contexto actual, de fuerte inestabilidad en los principales segmentos de mercado y riesgos claros de recaída en las principales economías desarrolladas, las estrategias de inversión en activos financieros persiguen más que nunca tres elementos: reducir exposición a riesgo soberano -en concreto, a deuda pública de la periferia del área euro-, minimizar la volatilidad asumida y lograr un mínimo de rentabilidad.

La mejor alternativa para reducir la concentración de riesgo nacional en las carteras es introducir exposición a mercados financieros de otros países desarrollados o, incluso, emergentes, ahora bien, conscientes de que la volatilidad generada vía tipo de cambio va a ser elevada y va a poner en entredicho la segunda de las exigencias.

Y, además, con los tipos de interés de la deuda pública core a 10 años (EEUU, Alemania, Gran Bretaña y Japón) en tasas inferiores a la inflación prevista para la próxima década, las dificultades para cumplir con el objetivo de rentabilidad son máximas. Ante la imposibili-

Estimaciones Afi de ocupación para España 2011-13

(variaciones anuales en miles y total para 2007 y 2013)



Fuente: elaboración propia a partir del INE.

dad de satisfacer los tres requisitos, la opción de plantear una estrategia de gestión de mercado sesgo conservador y orientada a la preservación del capital se impone, al menos a más corto plazo, hasta que la resolución de la crisis soberana del euro adquiera visibilidad y se reduzcan las primas de riesgo exigidas al grueso de activos financieros. En ese momento, y atendiendo a nuestro escenario central, optaríamos por reorientar los pesos en carteras hacia activos que ofrezcan un plus de rentabilidad y un perfil más arriesgado.

La necesidad de buscar el equilibrio entre consolidación fiscal y crecimiento es otro de los retos destacados de 2012

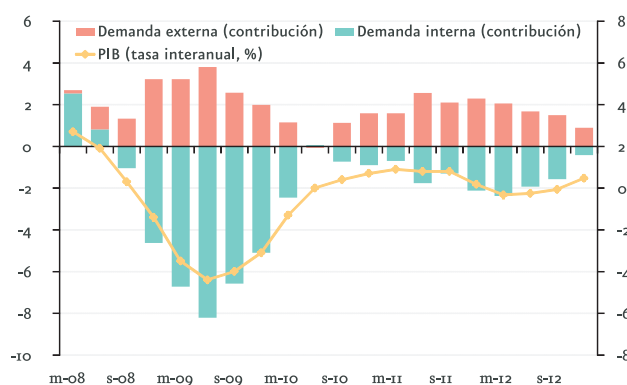
Es por ello que hemos activado la recomendación de que la nueva exposición a deuda pública española que quiera realizarse de aquí a principios de 2012 se lleve a cabo a través de letras con vencimiento tres-seis meses para reducir al máximo el riesgo de duración que supone la inversión en los tramos largos de la curva. Además, teniendo en cuenta que, a día de hoy, una letra del Tesoro está remunerando un tipo del 5% frente al 6-7% de un bono con plazo superior a los dos años, la mayor rentabilidad que ofrece el segundo activo no logra compensar el mayor riesgo asumido. La elevada correlación que ha mostrado en los últimos meses la deuda bancaria avalada con la deuda pública justifica nuestra recomendación de no incluir este activo en cartera y sí optar por cédulas hipotecarias con un mejor comportamiento relativo en el último episodio de estrés soberano. Los fondos garantizados de renta fija son otro activo seleccionado para nuestra cartera recomendada. En lo que respecta a la renta variable, tanto la prima por riesgo implícita en las cotizaciones como el impacto que so-

bre los beneficios empresariales esperamos que tenga la confirmación de un escenario con tintes recesivos en las economías del euro de aquí a finales de 2012 hacen que mantengamos la infraponderación en Bolsa europea (ciframos en un 15% la corrección adicional que puede registrar a tres-seis meses vista) y alertemos de un posible nuevo mínimo del Ibex-35 en niveles de 6.500 puntos. La decisión de entrada en renta variable para aquellos inversores dispuestos a asumir el riesgo de corrección previsto debería materializarse en sectores defensivos, con beta reducida al escenario de crecimiento económico y menor sensibilidad a revisiones en beneficios.

Recomendamos que la nueva exposición a deuda pública española que quiera realizarse de aquí a principios de 2012 se lleve a cabo a través de letras con vencimiento tres-seis meses

Por último, y con el panorama descrito, mencionar nuestra visión de depreciación gradual del euro hasta cotas de 1,25 dólar/euro a finales de 2012 (actualmente, en niveles de 1,33). Si la salida a la situación actual pasa por un mayor activismo del BCE inyectando liquidez al sistema bancario y/o comprando deuda pública en secundario, el incremento de la base monetaria asociada ejercería de fuerza depreciadora para la divisa comunitaria. Si, por el contrario, ganan probabilidad escenarios extremos de resolución de la crisis, se intensificarían las presiones vendedoras sobre el euro y más teniendo en cuenta los efectos colaterales que esos escenarios de riesgo tendrían sobre la viabilidad de las economías núcleo mejor posicionadas. La búsqueda de refugios alternativos ajenos a Alemania retroalimentaría el castigo ::

Previsiones Afi de contribuciones al crecimiento interanual del PIB de España en 2011-12



Fuente: elaboración propia a partir del INE.

La V Cumbre Mundial del Microcrédito



Pescador en el lago Inle, Birmania.

[Hemera]/iStockphoto

En el número anterior ya anunciamos la cobertura que, desde *Empresa Global*, teníamos previsto hacer de la celebración de la V Cumbre Mundial del Microcrédito, que ha tenido lugar en la ciudad de Valladolid entre los días 14 a 17 de noviembre y que ha recibido a más de 1.600 delegados de más de 92 países. España, como segundo donante bilateral a nivel mundial de este instrumento de cooperación al desarrollo, ha acogido este singular evento nacido por iniciativa del premio Nobel de la Paz en 2006, Mohammed Yunus.

Verónica López Sabater

Ésta es la primera vez, desde su arranque en 1997, que la Cumbre Mundial del Microcrédito se celebra en Europa y, reconociendo el relevante papel que la cooperación española viene desempeñando desde el arranque oficial del Fondo para la Concesión de Microcréditos en 1998, los organizadores eligieron en 2009 España como país anfitrión de su quinta edición.

El programa de la cumbre se ha desarrollado en torno a una gran variedad de temas que acaparan el interés, en ocasiones no exento de controversia, de la enorme diversidad y cantidad de actores que se encuentran vinculados a esta realidad.

Aun no siendo los modelos bengalí-asiático y boliviano-latinoamericano contrapuestos, sí podemos afirmar que ambos presentan sus singularidades

Uno de los objetivos de esta Cumbre ha sido la presentación del «sello de excelencia» para entidades microfinancieras, que surge como respuesta a las prácticas que, en algunos lugares, han desarrollado entidades del sector causantes del grave problema de sobreendeudamiento de muchos de los clientes atendidos. El sello tiene la concepción de «certificado de buena conducta», basado en la verificación de que las entidades microfinancieras certificadas ejerzan su actividad por y para los segmentos de población de la base de la pirámide, aunque no necesariamente de forma exclusiva. Éste es un tema que ha sido objeto de mucho debate por tres razones fundamentalmente: primera, por su utilidad, dado que no ha podido confirmarse si los inversores y donantes internacionales en el sector lo necesitan y/o valoran para determinar su apoyo a las entidades microfinancieras socias; segunda, por el coste, que habrá de



Vendedor en el mercado de Calcuta.

ser obviamente trasladado a los clientes finales a través de la tasa de interés y sumarse al generado por otras iniciativas, más consensuadas a día de hoy, como la promovida por la SMART Campaign para el fomento de la transparencia y la protección del usuario de los servicios de microfinanzas, y, por último, tercera, porque queda por resolver la cuestión de legitimidad del certificador, esto es: ¿debe la Cumbre Mundial del Microcrédito constituirse en la «entidad certificadora» de la excelencia en microfinanzas?

Desde nuestro punto de vista, queda mucho trabajo por hacer para llegar a definir un producto útil, valorado y consensuado por y para el sector. En relación con el último aspecto señalado, percibimos, por la representación geográfica de los más de 1.600 delegados asistentes a la cumbre, que el mundo se encuentra dividido en dos grandes modelos del hacer microfinanciero: el asiático, con origen en la fantástica innovación puesta en marcha por Mohammed

Yunus en Bangladesh en los años setenta, y el boliviano, surgido a partir de los fuertes ajustes estructurales que tuvieron lugar en el país andino tras la crisis macroeconómica de principios de los años ochenta generadores de un elevadísimo nivel de desempleo, fundamentalmente por el cierre de las empresas públicas, entre las que se encontraba el populoso sector minero. Aun no siendo los modelos bengalí-asiático y boliviano-latinoamericano contrapuestos, sí podemos afirmar que ambos presentan sus singularidades y resultan complementarios en la medida en que ofrecen formas exitosas de promover la inclusión financiera de los pobres. Sin embargo, en el programa de actividades de la V Cumbre Mundial del Microcrédito, se observaba una cierta infrarrepresentación del modelo latinoamericano, por lo que cualquier iniciativa emanada de la Cumbre recientemente celebrada quizá no pueda atribuirse el consenso universal que cabría esperar de un encuentro de esta en-

vergadura. Ésta es una cuestión que animamos a revertir para futuras cumbres.

No son pocas las voces que hoy cuestionan el buen hacer de muchos de los operadores de esta industria

Repasando los temas tratados en las sesiones plenarias -el programa tuvo más de 50 talleres y sesiones paralelos, celebrados muchos de ellos de forma simultánea, lo que hace inviable ofrecer una cobertura completa en este artículo- podemos concluir que hoy el sobreendeudamiento y la medición del impacto en el bienestar de los clientes han sido los principales temas de debate en el seno de la Cumbre, reflejo de un momento en el que no son pocas las voces que cuestionan el buen hacer de muchos de los operadores de esta industria. Este sesgo se encuentra motivado, fundamentalmente, por las prácticas inapropiadas ejercidas por unos pocos, que, de forma lamentable, repercuten en la reputación del sector en su conjunto. En palabras de

Claudio González-Vega, profesor emérito de la Ohio-State University y experto en microfinanzas, «las microfinanzas han dejado de ser políticamente correctas» y hoy es necesario realizar una labor de profundización y difusión del hacer microfinanciero para explicar a expertos y público en general en qué consiste esta innovación, qué puede esperarse de ella y cuáles son las lecciones aprendidas hasta la fecha.

En este particular debate, nos decantamos por la visión que apuesta por una mayor transparencia, un mejor análisis y manejo del riesgo y un mayor esfuerzo en la medición del impacto: no debemos dar por hecho que un microcrédito (el producto financiero más sencillo de suministrar, sobre todo por razones regulatorias y operativas) es bueno en sí mismo y, mucho menos, que es apropiado para cualquier persona; no debemos asumir que todos tenemos capacidad emprendedora (Anne Hastings, CEO de Fonkoze, entidad microfinanciera de referencia en Haití, defendió en la cumbre que no debemos olvidar a las pequeñas

y medianas empresas, auténticas generadoras de empleo para todos aquellos que no son emprendedores) ni que todos los pobres necesitan un crédito para mejorar su condición de vida. Así, un análisis de riesgo adecuado se constituye en la clave para el buen funcionamiento de cualquier relación financiera, y una evaluación del impacto generado es fundamental para conocer en qué medida se han cumplido los objetivos establecidos permitiendo corregir errores y potenciar beneficios del ejercicio de la actividad. Todo ello, eso sí, acompañado de las necesarias condiciones que determinan el entorno en el que desarrollar la actividad de provisión adecuada de servicios financieros accesibles para las mayorías: un entorno regulatorio propicio, justo y predecible, una infraestructura auxiliar mínima (centrales de riesgo, sistema nacional de pagos) y unas autoridades que no persigan la apropiación de los éxitos de un negocio financiero singular y privado, pero negocio financiero a fin de cuentas.



Granja en Madagascar.

[Sociophoto]/Thinkstock

YUNUS Y LOS NEGOCIOS SOCIALES INCLUSIVOS: LA IMPORTANCIA DE LA MISIÓN

La salida intempestiva de Mohammed Yunus del Consejo de Administración del Grameen Bank, institución que fundó y lideró desde 1983 y por cuya labor y dedicación recibió el premio Nobel de la Paz en 2006, no ha hecho sino intensificar las iniciativas que este líder ha iniciado con éxito guiado por su concepción de la pobreza y de las personas que se encuentran en esa situación. Todas ellas están sustentadas en su confianza en las capacidades productivas de los más pobres de su país, Bangladesh, y, en especial, las de las mujeres en situación de vulnerabilidad. La mejor forma de resolver dicha situación de pobreza (el problema), según expuso Yunus en la cumbre, es la de concebir negocios que proporcionen la solución a dicha situación. El primer paso en este camino es definir una misión institucional que recoja el objetivo que se va a perseguir creando alianzas con corporaciones y otras empresas con apoyo del Grameen Creative Lab. Ejemplo de ello es la iniciativa que, conjuntamente con la multinacional Danone, ha desarrollado en Bangladesh con la creación de Grameen Danone Foods Ltd. para la provisión de productos y servicios alimentarios básicos a la pirámide de la población, en este caso particular de productos lácteos nutritivos y de calidad, a un precio asequible y con un modelo de distribución adaptado a la realidad de la población a la que atender. No en vano, la misión institucional de Danone, expuesta por su presidente Franck Riboud, es la de «proveer productos alimentarios saludables al máximo número de personas», y el mayor número de personas se encuentra, indudablemente, en la base de la pirámide. A ésta de Danone se suman otras loables iniciativas como

la promovida por Adidas, que, tras incorporar la sugerencia del profesor Yunus de establecer una misión institucional acorde con su actividad y objetivos, materializada en «Nadie en el mundo sin zapatos», se encuentra desarrollando un modelo de negocio para proporcionar calzado de calidad a un precio asequible desde la sociedad Grameen Reebok.

Actualmente, la responsabilidad social corporativa no es un plus, sino un must, y no hay mejor modo de ejercerla que realizando aquello que mejor se sabe hacer

Otras multinacionales, como Intel, BASF o Veolia, han desarrollado negocios sociales en países en desarrollo de la mano de Grameen que, de este modo, ha creado hasta la fecha más de 50 empresas con espíritu social, empresas, al fin y al cabo que, persiguiendo una legítima y necesaria rentabilidad para garantizar su permanencia en el mercado, han diseñado modelos de negocio adecuados al segmento de población de bajos ingresos. En palabras del Presidente de Danone, los negocios sociales son, ante todo, negocios y deben funcionar como tales. Tal es la dimensión que a base de pequeños pasos, pero firmes, está tomando esta nueva forma de hacer negocios en países en desarrollo, que tiene incluso fecha de celebración en el calendario: el *world social business day* es el 28 de junio. Sin duda, es toda una muestra del compromiso de las empresas y corporaciones de países desarrollados por el ejercicio de su responsabilidad social corporativa.

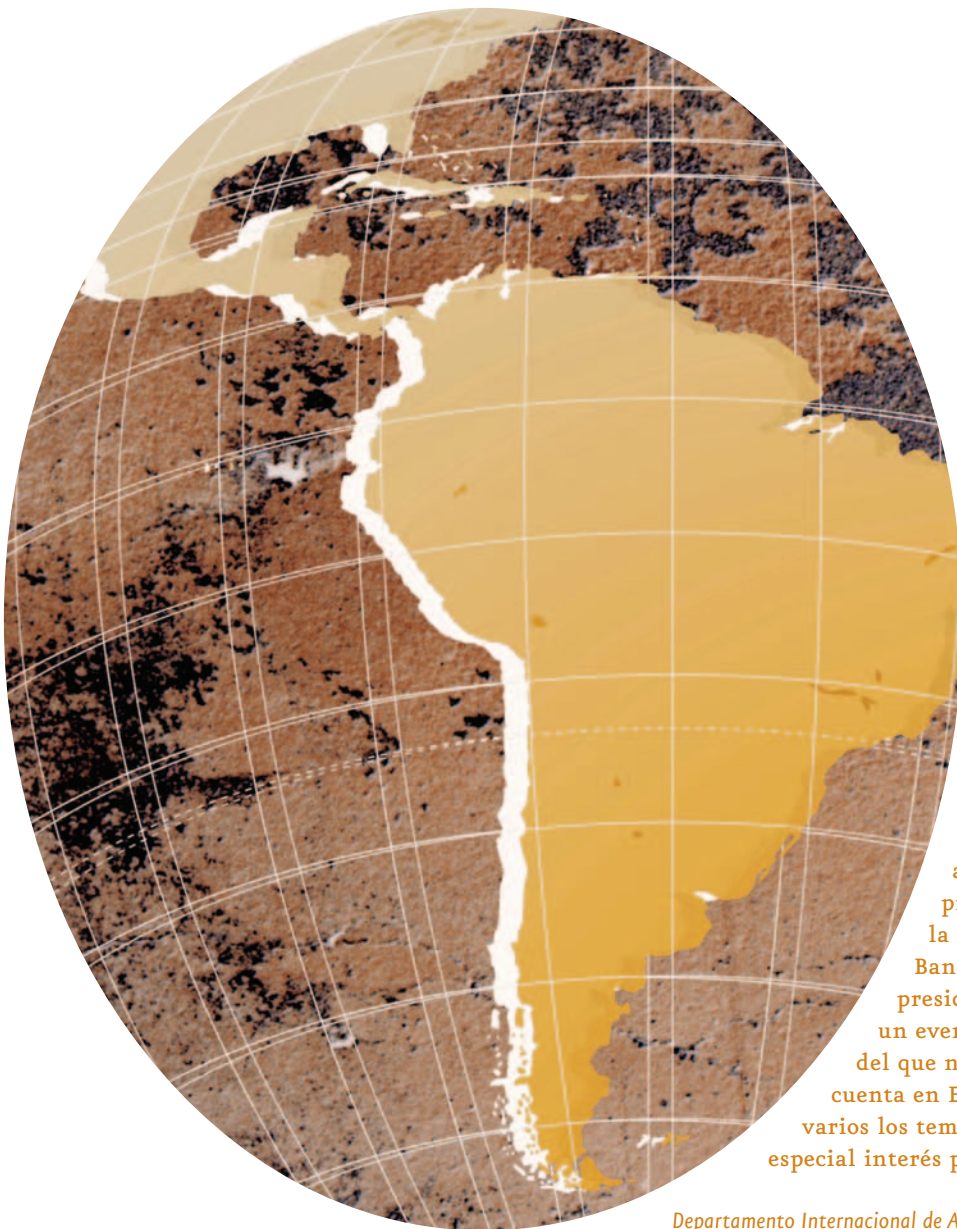
EMPRESAS ESPAÑOLAS, EMPRESAS RESPONSABLES

En nuestra intención de trasladar los mensajes más valiosos para las empresas de nuestro país, recogidos en la Cumbre Mundial del Mi-

crocrédito, destacamos el enorme potencial de consumo que, a nivel agregado, tiene la base de la pirámide, esto es: «las mayorías» o la población de bajos recursos de países «del sur». La clave del éxito está en una adecuada identificación de sus necesidades y preferencias (para lo cual actores como los desarrollados con el modelo Grameen se constituyen en socios fundamentales para acertar en el diseño del producto o servicio), en un diseño de modelo de negocio acorde con la realidad existente y en el respeto que merecen como clientes (o potenciales clientes) que son para nuestra empresa.

Hoy en día, la responsabilidad social corporativa (RSC) no es un plus, sino un must, y no hay mejor modo de ejercerla que realizando aquello que mejor se sabe hacer, aquello en lo que cada uno está especializado, incorporando una dimensión social y de impacto positivo en nuestro entorno (sea éste inmediato o geográficamente lejano), que nos permita definirnos como una empresa responsable. Otra manera de ejercer la RSC es financiar proyectos con impacto económico, social o medioambiental en el entorno, aunque éstos estén impulsados por un tercero especializado. Esta alternativa es, no obstante, menos enriquecedora y, lo que es más importante, menos atractiva para el talento que todos queremos atraer a nuestras firmas y que, afortunadamente, cada vez encuentra mayor motivación en los valores intangibles de la organización y no en la remuneración. Ser empresa responsable no exime de, ni es contradictorio con, ser empresa con ánimo de lucro, maximizadora de beneficios, condición ésta necesaria para poder ser responsable y sostenible por mucho tiempo. ¿Nos animaremos a unirnos a la celebración del *world social business day* en 2012? ::

XXI Cumbre Iberoamericana: transformación del Estado y desarrollo



A pesar de lo deslucida que ha resultado la XXI Cumbre Iberoamericana por las numerosas ausencias de jefes de Estado y de Gobierno -no logró contar con la presencia de los presidentes de Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, El Salvador y República Dominicana-, y no ajena, de nuevo, a las controversias generadas por algunos de los líderes presentes (como fue el caso de la del presidente Correa y el Banco Mundial y la del presidente Morales y Chile), es un evento de singular relevancia del que no podemos dejar de dar cuenta en Empresa Global, ya que son varios los temas que estimamos de especial interés para nuestras empresas.

Departamento Internacional de Afi

En palabras del secretario general iberoamericano Enrique Iglesias, en su discurso inaugural de la XXI Cumbre Iberoamericana de Jefes de Estado y de Gobierno, América Latina tiene que hacer frente a importantes problemas internos aún no resueltos, a pesar de ser una región a la que la crisis financiera internacional no ha llegado a afectar significativamente de forma directa.

Los problemas señalados, agrupados en cinco áreas fundamentales, son los siguientes: (i) control de políticas macroeconómicas para hacer frente a los riesgos que puedan surgir resultado del contagio de la coyuntura internacional; (ii) calidad de la educación, tema fundamental que recibió la atención de la XX Cumbre Iberoamericana de Mar de Plata, en la que se concluyó que el acceso universal a una educación de calidad es pilar fundamental del desarrollo futuro de la región; (iii) mejora de la equidad con políticas de desarrollo económico y social inclusivo; (iv) impulso a la innovación en todas sus formas para ganar productividad y competitividad en los diversos sectores económicos, y (v) modernización de las instituciones públicas, en particular las del Estado, reto del que se ha ocupado con especial dedicación la Cumbre de Asunción celebrada.

LA MODERNIZACIÓN DEL ESTADO

De acuerdo con la publicación de la OCDE-CEPAL *Perspectivas económicas de América Latina 2012: transformación del Estado para el desarrollo*, uno de cada tres latinoamericanos vive por debajo de la línea de pobreza (lo que representa un total de 180 millones de personas) y 10 economías de la región continúan estando entre las 15 con mayor grado de desigualdad del mundo. El informe recoge que, si bien los datos de población en situación de pobreza han mejora-

do significativamente para el promedio de la región, pasando del 44 al 33% entre 2002 y 2008, conseguir un ritmo mayor y sostenido de mejoras pasa, necesariamente, por la creación de redes de protección y servicios sociales más amplias, prácticamente inexistentes para la mayoría de los ciudadanos latinoamericanos.

La recaudación tributaria en América Latina no solamente es baja, sino que se encuentra sustentada en unas bases imponibles muy reducidas

Contribuir a la resolución firme de este problema de desigualdad y pobreza implica realizar las oportunas reformas fiscales que permitan a los Estados ofrecer unos servicios mínimos de protección social. Las reformas habrán de sustentarse en una reversión de la actual situación, en la que la recaudación tributaria en América Latina no solamente es baja, sino que se encuentra sustentada

en unas bases imponibles muy reducidas (motivadas por una amplísima generalización de exenciones y deducciones fiscales, a menudo indiscriminadas), además de sesgadas hacia impuestos poco o nada progresivos. A todo ello se suma la escasa efectividad de la política fiscal en América Latina como instrumento de redistribución de la renta, debido, fundamentalmente, a los bajos niveles de impuestos directos personales y de gasto público social, y a una insuficiente focalización de las transferencias, especialmente de las monetarias, aunque ciertos avances se están produciendo en algunos países de la región en materia de transferencias condicionadas.

La necesaria y urgente transformación del Estado -no sólo en América Latina, sino, tal como obligan la actual coyuntura y modelo de crecimiento, también en España y Portugal, miembros de la comunidad Iberoamericana- no puede limitarse a hacer mejor y de



[Hemend/Thinkstock]



manera más transparente lo que ha venido haciéndose hasta ahora, sino que tiene que identificar nuevas estrategias para definir y alcanzar objetivos prioritarios que sustenten y permitan hacer más eficiente el cometido de nuestro sector público.

Tres son las áreas claves, a criterio de la OCDE y CEPAL, para apoyar un crecimiento sostenible e incluso en América Latina y el Caribe: la educación, las infraestructuras y el desarrollo productivo con innovación. En cuanto a las áreas prioritarias de modernización de los sistemas de gestión de las políticas públicas que deben acompañar al renovado pacto fiscal entre ciudadanos y Estados en América Latina y el Caribe que permita desarrollar razonablemente bien las áreas identificadas como clave para el crecimiento sostenible, pueden establecerse cinco. Por un lado, la adopción de sistemas de gestión y mecanismos de planificación enfocados en resultados, de tal manera que permita (i) incrementar la capacidad

de asignación de recursos y su eficiencia con base en planes plurianuales para facilitar la inversión en proyectos de mediano y largo plazo y (ii) buscar alianzas con el sector privado que fortalezcan la viabilidad e implementación de las estrategias de desarrollo nacionales. De este modo, además, un enfoque que prioriza los resultados sobre la ejecución presupuestaria facilita la evaluación de las políticas permitiendo ajustarlas durante el proceso de ejecución con el objeto de incrementar su eficacia y eficiencia.

En segundo lugar, la creación de incentivos y mecanismos para la coordinación entre niveles de gobierno y entre sectores público y privado, lo que requiere invertir en recursos humanos especializados en la Administración pública y crear espacios de diálogo para instaurar mecanismos de confianza entre los actores públicos y privados, además de incrementar las capacidades de control y regulación del Estado.

En tercer lugar, la definición de marcos regulatorios claros y fa-

cilitadores de la articulación entre el sector público y el sector privado, determinante para atraer y facilitar la inversión en infraestructura y en innovación.

En cuarto lugar, la inversión en el fortalecimiento institucional y en la formación de capacidades en la gestión pública, fundamental para garantizar una adecuada articulación entre los distintos niveles de Administración proveedores de servicios a los ciudadanos.

Por último, la generación de información, indicadores e instituciones para la toma de decisiones de políticas públicas mediante la evaluación del desempeño de las acciones gubernamentales. A diferencia de los países de la OCDE, los países de la región de América Latina están aún en una fase incipiente en la creación de instituciones para el análisis de políticas, destacando de forma singular Brasil, con varias instancias dedicadas de forma exclusiva a la evaluación de políticas públicas en áreas como la innovación.

TENDENCIAS PARA EL PRESENTE INMEDIATO: FLUJOS DE INVERSIÓN, INFRAESTRUCTURAS Y PYMES

El Secretario General Iberoamericano expuso las tendencias que, desde su perspectiva, están ya teniendo lugar, si no gestándose, en las relaciones y vinculaciones entre América Latina y el binomio España-Portugal.

La primera tendencia señalada parte de la constatación de que, en las últimas décadas, América Latina ha sido receptora de un importante flujo de inversiones de empresas españolas y, en menor medida, portuguesas. En el futuro, no obstante, deberemos ser testigos de una notable presencia de inversiones latinoamericanas en España y Portugal impulsadas por la dinámica creciente de las empresas «multilatinas» (multinacionales latinas).

Deberemos ser testigos de una importante presencia de inversiones latinoamericanas en España y Portugal

En este sentido, un estudio reciente de la universidad francesa Insead y financiado por la OCDE establece que hay tres sectores de alta innovación en los que las multilatinas presentan un importante potencial para destacar internacionalmente: «telecomunicaciones, donde las multinacionales latinas han innovado con la gestión de pagos y la llegada a los mercados de más bajos recursos; las tecnologías, vinculadas con el medio ambiente, como los biocombustibles, y las llamadas «industrias creativas», que incluyen la moda, el diseño industrial, la cinematografía, los productos audiovisuales y el turismo cultural».

La segunda tendencia apuntada tiene relación con las infraestructuras. De hecho, es de todos conocidos la imperante necesidad de la región de América Latina y el Caribe de emprender grandes inversiones en infraestructura

tanto económica como social. Se estima, en este sentido, que el ritmo inversor deberá duplicarse de forma tal que las inversiones en infraestructuras habrían de aumentar en cerca de 200.000 millones de dólares al año. Esto, sin duda, abre una gran oportunidad para nuestras empresas como promotoras y/o gestoras de proyectos de inversión en infraestructuras de todo tipo, para cuya financiación se encuentran hoy en plena expansión los mercados nacionales de capital sumándose a los recursos que provienen del exterior. Son muchos los espacios para la generación de alianzas público-privadas (APP) para la financiación y gestión de infraestructuras de todo tipo, siendo ésta un área de especialización en la que muchas de nuestras empresas se sienten cómodas por la experiencia acumulada. La promoción de APP es uno de los temas en la agenda de instituciones financieras regionales como la Corporación Andina de Fomento (CAF) o el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), que, recientemente, ha celebrado el congreso PPPAméricas en Guanajuato, México. La XXI Cumbre Iberoamericana, por su parte, estableció el compromiso de organizar regularmente un foro de inversiones en infraestructura de América Latina del que habremos de estar pendientes.

La región de América Latina y el Caribe debe emprender grandes inversiones en infraestructura tanto económica como social

La tercera tendencia señalada se encuentra inserta en el ámbito multidimensional de la pyme. Los líderes reconocen la existencia de un espacio para la asociación productiva entre empresas de ambos lados del Atlántico, para cuyo fomento proponen expandir los actuales programas de apoyo a las aso-

ciaciones de pymes iberoamericanas. En relación con la innovación productiva, existe un reconocimiento generalizado de que ésta debe mejorar en todos los países iberoamericanos, en especial por la vía de la asociación de empresas y centros de investigación que favorezcan la innovación.

IBEROAMÉRICA FRENTE A LATINASIA

Es una realidad documentada que el peso específico de Europa en el mundo y, particularmente, en América Latina está perdiendo dimensión a marchas forzadas en favor de una mayor presencia de Asia y, en concreto, de China. Desde la perspectiva de nuestro país y de nuestras empresas, nos encontramos, por tanto, en un momento crucial en el que debemos dedicar todos los esfuerzos para estrechar y multiplicar los vínculos que, de forma histórica, existen entre nuestro país y la región de América Latina y el Caribe.

Afortunadamente, son muchas las oportunidades existentes para nuestras empresas: desde las generadas a partir de los flujos de inversiones empresariales en ambos sentidos hasta aquéllas motivadas por el importante déficit de infraestructuras físicas y de servicios sociales básicos aún presente en una región que acoge más de 500 millones de habitantes, sin obviar las oportunidades que acompañan al esfuerzo de promoción de espacios de asociación adaptados a la escala de las pequeñas y medianas empresas para que éstas maximicen las potenciales sinergias y vean favorecida la generación y/o adopción de innovaciones. Estas oportunidades deben ser aprovechadas hoy para afrontar el futuro con unas bases de negocio más sólidas, unos mercados más amplios y con una verdadera perspectiva iberoamericana complementaria a nuestro espíritu y afiliación europeos ::



«Los inversores árabes se centran en España, pero más allá está también la voluntad de asociarse e invertir en grupos cuyo eje estratégico son los mercados emergentes»

España y los fondos soberanos

A lo largo de las últimas décadas, las empresas españolas se internacionalizaron de manera acelerada. Prueba de ello es que la facturación de las empresas del Ibex-35 en el extranjero en 2010 superó, por primera vez, el 53% del total. Otra manera de medir esa internacionalización es ver la atracción que ejercen las empresas cotizadas del país en los inversores extranjeros. Éstos controlaban ahora más del 40% del capital, un récord también histórico. Entre estos inversores, se asomaron recientemente algunos fondos soberanos, en particular de los países emergentes.

Hasta la fecha, los fondos soberanos estaban relativamente poco presentes en el capital de las empresas españolas. Una excepción era el fondo noruego, el segundo mayor fondo soberano del mundo, con inversiones en la Bolsa española superiores a los 18.000 millones de euros. Este fondo, que totaliza casi 330.000 millones de euros bajo gestión, tiene inversiones en más de 8.300 empresas, 77 de las cuales son españolas. Sin embargo, ésta es más bien una excepción. La mayoría de los fondos soberanos tiene una presencia más bien testimonial en las empresas españolas y ello a pesar de tener un 40% del conjunto de sus activos invertidos en Europa, sobre todo en empresas británicas, italianas, francesas, y suizas.

Recientemente, el interés por las empresas españolas por parte de los fondos soberanos se está acelerando. Así, en 2009, el fondo International Petroleum Investment Company (IPIC), la compañía estatal de Abu Dhabi, ya había invertido más de 3,6 millones de euros en CEPSA, convirtiéndose así, con un 47% del capital, en el mayor accionista de la petrolera. En 2011, IPIC dio un paso más y compró la totalidad de la petrolera por un importe de 3,7 millones de euros, que pasó a ser la mayor inversión de Abu Dhabi en nuestro país. De manera interesante, IPIC parece plantearse seguir expandiéndose internacionalmente utilizando en parte la base española para ello. Igualmente, el fondo árabe Mubadala mostró en 2011 un gran interés por hacerse con más del 70% de la empresa aeronáutica española Aernnove por un monto total de 500 millones de euros.

Esta operación no ha sido, sin embargo, la única. En octubre de 2010, Qatar Holding,

el fondo soberano del vecino estado de Catar, compró el 5% de Santander Brasil por un valor de cerca de 2.000 millones de euros. Unos meses más tarde, en marzo de 2011, la misma entidad volvía a apostar fuertemente por una cotizada española invirtiendo otros 2.000 millones de euros en Iberdrola, equivalente a algo más del 6% de la multinacional española. En ambos casos, está la voluntad por parte de este fondo soberano de aumentar la apuesta por los mercados emergentes de América Latina y, en particular, de Brasil, país donde ambas empresas españolas han construido una sólida presencia. América Latina supone más del 40% del total de la facturación de estos grupos y la región supera los ingresos derivados de la Península. Dicho de otra manera: las apuestas de los inversores árabes se centran en España, pero más allá también está la voluntad de asociarse e invertir en grupos cuyo eje estratégico son los mercados emergentes, en particular los de América Latina.

Todas estas operaciones ratifican, si fuera necesario, el acierto de muchas empresas españolas por haber apostado por América Latina a lo largo de las décadas pasadas: vía las Américas se han construido una historia y una trayectoria que las convierte en joyas muy atractivas para los fondos soberanos de Oriente Medio, como en los casos del Banco Santander e Iberdrola, o para los inversores chinos, como en el caso de Repsol. El creciente interés por parte de algunos fondos árabes ilustra igualmente el auge del interés de esta región por las empresas españolas. A finales de octubre, el consorcio español se llevó el contrato del AVE entre Medina y La Meca (Arabia Saudí) por un monto récord de 6,7 millones de euros, ilustrando igualmente el creciente interés y éxito de empresas españolas en la región.

América Latina se ha convertido para muchos en la gran baza. Más que nunca, la historia de muchos de los grupos españoles se escribe con acentos latinos y, ahora también, árabes o chinos. Más que nunca, éstas empresas parecen haberse transformado en multinacionales euro-emergentes, multinacionales ubicadas en países OCDE, pero con fuertes vínculos en los países emergentes ::

JAVIER SANTISO

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

Simplificación en la información sobre transacciones económicas con el exterior



Para adaptarse a la normativa de la Unión Europea, España acaba de modificar su regulación sobre transacciones económicas con el exterior. Dicha modificación exime a las entidades financieras la remisión al Banco de España de la información sobre operaciones con el exterior de la que no dispongan de forma inmediata y automatizable. El presente artículo expone las principales novedades introducidas por la nueva norma reglamentaria.

Francisco José Valero

Por primera vez en casi 20 años, se modifica la norma reglamentaria básica que regula en España las transacciones económicas con el exterior a través del Real Decreto 1360/2011, de 7 de octubre, por el que se modifica el Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior y de la Orden EHA/2670/2011, de 7 de octubre, por la que se modifica la Orden de 27 de diciembre de 1991, de desarrollo del Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior.

Estas modificaciones tienen su origen en la Unión Europea (UE), como suele ser muy frecuente últimamente en la regulación económica y financiera española. En primer lugar, el Reglamento 924/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, relativo a los pagos transfronterizos en la Comunidad, recoge en su artículo 15.1 una cláusula de revisión en virtud de la cual, el 31-10-2011 a más tardar, la Comisión Europea presentará un informe sobre la conveniencia de suprimir la obligación nacional de información sobre los pagos, que podrá ir acompañado, en su caso, de una propuesta legislativa. Por otro lado, la regulación aprobada durante los últimos años en la práctica totalidad de los Estados miembro ha previsto la supresión de tal obligación de información nacional sobre pagos con fines estadísticos.

Con el objeto de alinear la regulación española en la materia con estas tendencias, se derogan aquellas disposiciones que mantienen la obligación de las entidades

de remitir información de la que no disponen de forma inmediata y automatizable y se incorpora, por el contrario, la obligación de remitir aquella que sí es de disposición inmediata. De este modo, se suprime el deber de las entidades registradas de exigir a sus clientes los datos que completen la información de las operaciones en que intervienen para remitirla, posteriormente, al Banco de España (BdE).

No obstante, esta reforma permitirá el mantenimiento de la información de la que se dispone en la actualidad a través de dos fuentes distintas: la información automática suministrada por las entidades registradas y la obtenida, a partir de los datos que requiera el BdE, de quienes realizan actos, negocios, transacciones y operaciones con el exterior.

Este artículo se desarrolla en torno a las modificaciones efectuadas en el Real Decreto (RD) 1816/1991 teniendo en cuenta la temática de cada uno de los artículos sometidos a cambios. Las alteraciones en la Orden del 27-12-1991, que afectan a sus artículos 2, 5, 6 y 8, se analizan en el lugar que corresponde según su temática.

Las dos normas objeto de este artículo entrarán en vigor el 1-6-2012, lo que permite que las entidades afectadas y las autoridades implicadas tengan tiempo suficiente para adaptarse a los cambios introducidos.

RESIDENCIA Y NO RESIDENCIA

En primer lugar, desaparece del RD la cuestión de quiénes se consideraban residentes y no residentes, que estaba

referida a una ley actualmente no vigente, la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, sustituida por la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior, cuyo artículo 2 trata expresamente de dicha cuestión.

La nueva redacción del artículo 2 del RD sigue centrada en la acreditación de la residencia o no residencia en España.

En lo que se refiere a la condición de residente en España, las variaciones afectan a las personas físicas de nacionalidad extranjera: su autorización la concede la autoridad competente, en lugar del Ministerio del Interior, y, alternativamente, dichas personas físicas podrán acreditar su condición de residente mediante certificación de residencia fiscal expedida por las autoridades fiscales españolas.

De forma análoga, la condición de no residente de las personas físicas españolas o extranjeras puede acreditarse de dos formas: bien mediante certificación expedida por las autoridades fiscales del país de residencia, o bien mediante una declaración en la que manifiesten que son residentes fiscales en otro Estado y que no disponen de establecimiento permanente en España, al tiempo que asuman el compromiso de comunicar cualquier alteración de dichas circunstancias.

COBROS Y PAGOS EXTERIORES

En primer lugar, los cobros y pagos entre residentes y no residentes, así como las transferencias al o del exterior, que estén cifrados todos ellos en euros o en moneda extranjera deben efectuarse a través de un proveedor de servicios de pago -en vez de sólo a través de una entidad de depósito como figuraba anteriormente- inscrito en los registros oficiales del BdE (en adelante, entidades registradas) con

la misma referencia a las excepciones señaladas en los artículos 6 y 7 del RD.

En el caso de los cobros y pagos transfronterizos ordenados o recibidos por residentes en los que intervenga un proveedor de servicios de pago de otro Estado miembro de la UE a los que sea de aplicación el citado Reglamento (CE) 924/2009 o en los casos de abonos y adeudos en cuentas de clientes no residentes, las entidades registradas facilitarán, en la forma y con el alcance que determine el Ministro de Economía y Hacienda (MEH) y dentro de los 30 días siguientes a cada mes natural, la información relativa a los cobros, pagos o transferencias exteriores en que intervengan a los efectos de seguimiento administrativo, fiscal y estadístico de las operaciones. Sólo se solicitará información que pueda recopilarse de manera automática, sin incidir en el tratamiento directo automatizado de los pagos.

El cambio normativo tiene su origen en la Unión Europea: la Comisión Europea sugirió, en efecto, suprimir la obligación nacional de información sobre los pagos, mientras que la mayor parte de los Estados miembros ha previsto la supresión de tal obligación de información nacional sobre pagos con fines estadísticos

En los restantes casos de cobros y pagos y transferencias, las entidades registradas facilitarán, en la forma y con el alcance que determine el MEH y dentro del plazo mencionado, el mismo tipo de información.

En relación con estos cobros y pagos, la Orden del 27-12-1991 establece lo siguiente:

- 1) En su artículo 2, los residentes podrán efectuar libremente cobros y pagos entre sí en billetes de bancos extranjeros o mediante abono o adeudo en cuentas en divisas abiertas en oficinas bancarias operantes en España o

en el extranjero, sin perjuicio de las obligaciones impuestas en los artículos 4 y 7 del RD y en las normas mercantiles que sean de aplicación. Desaparece la referencia al artículo 6.

2) En su artículo 5:

- a) Los cobros y pagos entre residentes y no residentes y las transferencias del o al extranjero están sujetos a la obligación de declarar los datos relativos a la operación por las entidades registradas. Antes, la obligación recaía en el residente que efectuara el cobro, pago o transferencia.

- b) En el caso de los cobros y pagos transfronterizos ordenados o recibidos por residentes en los que intervenga un proveedor de servicios de pago de otro Estado miembro de la UE a los que sea de aplicación el ya citado Reglamento (CE) 924/2009 o en los casos de abonos y adeudos en cuentas de clientes no residentes, las entidades registradas facilitarán de manera automatizada a los órganos competentes de la Administración del Estado y al BdE la información relativa a los cobros, pagos o transferencias exteriores en que intervengan.

- c) El BdE determinará el procedimiento y frecuencia de la información que se ha de remitir por las entidades registradas a dicho organismo, que incluirá el nombre o razón social y NIF del residente, importe, moneda y país de origen o destino del cobro, pago o transferencia, información de la cuenta de adeudo y abono y aquellos otros datos disponibles que se determinen, siempre y cuando su recopilación no incida en el tratamiento directo automatizado de los pagos y pueda realizarse de manera totalmente automática.

- d) En los restantes casos de

cobros y pagos transfronterizos, las entidades registradas facilitarán de manera automatizada a los órganos competentes de la Administración del Estado y al BdE la información disponible relativa a los cobros, pagos o transferencias exteriores en que intervengan. El BdE determinará el procedimiento y frecuencia de la información que se ha de remitir por las entidades registradas a dicho organismo de modo similar al que acabamos de indicar.

3) El incumplimiento por las entidades registradas de las obligaciones de información anteriores o la falta de veracidad de la información facilitada puede ser constitutiva de infracción conforme al artículo 8 de la Ley 19/2003.

CUENTAS

En el artículo 6 del RD, desaparece toda mención a las obligaciones de los titulares de las cuentas, de forma que es libre la apertura y mantenimiento por residentes de cuentas denominadas en euros o en divisas en oficinas operantes en el extranjero tanto de entidades registradas como de entidades bancarias o de crédito extranjeras, así como los cobros y pagos entre residentes y no residentes mediante abonos o adeudos en dichas cuentas.

En relación con estas cuentas, el artículo 6 de la Orden del 27-12-1991 declara sin más libre la apertura y mantenimiento por residentes en España de cuentas a la vista, de ahorro o a plazo denominadas en euros o en divisas en oficinas operantes en el extranjero, tanto de entidades registradas como de otras entidades bancarias o de crédito, y denominadas en divisas en oficinas operantes en España de entidades registradas.

INFORMACIÓN

Se da nueva redacción al artículo 9 del RD, según el cual las entidades registradas, en el caso de operaciones, transacciones, actos o negocios con no residentes, así como en las variaciones en cuentas o posiciones financieras deudoras o acreedoras frente al exterior, y las personas físicas o jurídicas residentes que realicen operaciones de las señaladas en el artículo 1 del RD¹ o mantengan activos o pasivos en el exterior, quedan sujetas a la obligación de facilitar a los órganos competentes de la Administración general del Estado y al BdE, en la forma que se establezca por orden del MEH, los datos que se les requieran para los fines de seguimiento administrativo, fiscal y estadístico de las operaciones.

La nueva norma deroga aquellas disposiciones que mantienen la obligación de las entidades financieras de remitir información de la que no disponen de forma inmediata y automatizable y se incorpora, por el contrario, la obligación de remitir aquella que sí es de disposición inmediata

En relación con este tema, el artículo 8 de la Orden del 27-12-1991 establece que las entidades registradas, en el caso de operaciones, transacciones, actos o negocios con no residentes, así como en las variaciones en cuentas o posiciones financieras deudoras o acreedoras frente al exterior, y los residentes que lleven a cabo las operaciones señaladas o mantengan activos o pasivos en el exterior estarán sometidos a la obligación de facilitar a los órganos competentes de la Administración del Estado y al BdE los datos que se les requieran en la forma, periodicidad y por el importe que éste determine para los fines de seguimiento

administrativo, fiscal y estadístico de las operaciones. Anteriormente, esta obligación recaía en los residentes que llevaran a cabo determinadas operaciones o recibiesen u otorgasen préstamos financieros a no residentes.

OBLIGACIONES FISCALES

La nueva redacción del artículo 17 del RD no cambia el principio del necesario cumplimiento de las obligaciones fiscales que, en su caso, correspondan al acto, transacción o negocio jurídico principal del que los pagos o transferencias deriven.

Sin embargo, el incumplimiento de determinadas obligaciones de información -las expuestas en el apartado anterior de «Cobros y pagos exteriores» y en el artículo 8 del RD- ya no constituye infracción tributaria simple, sino de las previstas en el antes citado artículo 8 de la Ley 19/2003.

RÉGIMEN TRANSITORIO DE LAS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN Y DECLARACIÓN SOBRE TRANSACCIONES ECONÓMICAS CON EL EXTERIOR

De acuerdo con la disposición transitoria única del RD, cualquier persona física o jurídica que, con anterioridad a la entrada en vigor del mismo, estuviese obligada a facilitar información o a realizar declaraciones sobre transacciones económicas con el exterior deberá seguir facilitando y declarando esa información conforme al sistema de declaración anterior hasta el 31-12-2013, sin perjuicio del cumplimiento de las obligaciones de información establecidas conforme al RD comentado y al RD 664/1999, de 23 de abril, sobre inversiones exteriores y la normativa que los desarrollan. Una disposición similar, con la misma fecha de referencia, está recogida en la Orden del 27-12-1991 ::

¹ Actos, negocios, transacciones y operaciones de toda índole que supongan, o de cuyo cumplimiento se deriven o puedan derivarse, cobros o pagos entre residentes y no residentes o transferencias al o del exterior; cobros y pagos exteriores, efectuados bien directamente, bien por compensación, y a las transferencias del o al exterior derivados de los mismos, así como a la importación o exportación de los instrumentos de giro o crédito utilizados.



«Históricamente, fue la fragmentación europea y no su unidad lo que convirtió al continente en la región más dinámica del planeta»

Bondades y maldades de la fragmentación europea

Arrastramos varias décadas construyendo la unidad europea. En unos momentos en los que la explosión de la moneda única puede acarrear no solamente la escisión de Europa en al menos dos zonas económico-financieras, sino el final, incluso, del proyecto europeo a escala continental, conviene revisar el papel que la fragmentación europea ha cumplido en la historia económica del continente.

A comienzos del segundo milenio de nuestra era, China e India eran las mayores potencias económicas, tecnológicas y culturales del mundo. Europa era una sombra de lo que fuera un milenio antes -y de lo que llegaría a ser varios siglos después-. Hubo que esperar hasta la máquina de vapor para presenciar el auge económico, geopolítico y militar europeo. Europa llegó a ser la mayor economía del mundo -y la más rica- entre 1840 y 1943, un período relativamente fugaz en el contexto de la historia global. Desde entonces, seguimos intentando hacernos un hueco en la economía global que nos permita sostener nuestro elevado nivel de vida al mismo tiempo que ayudamos a los países periféricos del sur y del este a mejorar los suyos.

¿Por qué fue Europa y no China o India quien lideró la revolución industrial? La respuesta a esta cuestión quizá nos ayude a comprender mejor qué podríamos hacer en el siglo XXI para recobrar nuestra posición pionera en el mundo. Preguntemos a los historiadores, sociólogos y economistas, entre los que se viene produciendo un debate intenso sobre esta cuestión. Para David Landes, Europa se convirtió en la punta de lanza de la economía global gracias a su dinamismo demográfico, la tecnología, la casualidad y, por supuesto, su gran arma secreta: las enfermedades. Immanuel Wallerstein enfoca su respuesta en la fortuna de descubrir las Américas e incorporarlas a su área de influencia

económica. Para Jack Goldstone, Europa triunfó porque supo crear un caldo de cultivo propicio a la libre interacción entre emprendedores, comerciantes, científicos, ingenieros y artesanos. Para Kenneth Pomeranz, todo tuvo que ver con una mezcla de factores como la capacidad inventiva, los mercados, la coerción y, nuevamente, el descubrimiento de América. Daron Acemoglu y Simon Johnson apuntan que fue la estabilidad política e institucional la que creó las condiciones óptimas para el desarrollo de la economía política.

Hay dos historiadores -Niall Ferguson y Jared Diamond- que, además de tener en cuenta los factores mencionados anteriormente, subrayan que Europa progresó gracias a su fragmentación política. La falta de unidad puso en marcha un proceso de competencia económica, tecnológica, política y militar entre los distintos Estados europeos que se convirtió en el motor del avance europeo. En otras palabras, fue la fragmentación europea y no su unidad lo que convirtió al continente en la región más dinámica del planeta. La competencia, eso sí, no solamente tuvo efectos positivos, sino también muchos otros negativos, sobre todo en términos de la rivalidad territorial y colonial, manifestándose en las muchas guerras que dinamizaron la economía europea a un coste humano y social elevadísimo.

A muchos les parecerá -como a mí mismo- que no se puede en ningún caso regresar a un pasado de confrontación en Europa y, aún menos, para intentar desperezar a nuestra maltrecha economía. Pero me llama la atención que todas las soluciones que se barajan pasan por más unidad y más coordinación a nivel europeo. Quizá deberíamos pensar en añadir una cierta dosis de competencia dentro de la Unión Europea para estimular de nuevo el crecimiento económico y la innovación tecnológica ::

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

Vuelta de la volatilidad ante un entorno político inestable e incierto

Los mercados financieros vuelven a estar marcados por altos niveles de volatilidad en el mes de octubre al hilo de un contexto político e institucional incierto que sigue sin dar respuestas definidas y contundentes a la crisis de deuda soberana de la zona euro. No obstante, y a pesar de la caída del apetito por el riesgo, las Bolsas europeas saldan el mes con ganancias significativas, si bien no se espera continuidad del rebote en el mes de noviembre en tanto en cuanto el frente político griego e italiano ha elevado los niveles de volatilidad a máximos para las variables financieras en las últimas semanas reforzando el carácter sistémico de la crisis.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

CONTEXTO ECONÓMICO

Octubre da continuidad al entorno de elevada volatilidad en los mercados con la crisis política de Grecia e Italia como telón de fondo, aunque el mes ha cerrado con un resultado positivo para los activos de riesgo al hilo de los avances gestados en torno a la crisis soberana en la Cumbre del Euro del día 26. Las Bolsas registran ganancias significativas (Eurostoxx, 9,4%; Dow Jones, 11,5%), el tipo a 10 años de Alemania repunta 20 puntos básicos hasta el 2,08% y el euro se aprecia de forma generalizada (3,7% @ 1,40 dólar/euro). Las primeras semanas de noviembre apuntan, sin embargo, a un nuevo

[Stockphoto]/Thinkstock.

giro del sentimiento de mercado que ha vuelto a favorecer los movimientos «refugio» en las principales áreas de mercado.

La Cumbre del Euro de finales de octubre terminó sin concreción en aspectos operativos clave, aunque con acuerdos sobre la estrategia que seguir de ahora en adelante en términos de gestión de la crisis griega, recapitalización del sector bancario y nuevas funcionalidades y tamaño del EFSF, si bien los pasos dados todavía son insuficientes para generar una reversión sustancial en la actual dinámica de mercado. Principales novedades:

1. Apalancamiento y nuevas funcionalidades de la facilidad de estabilidad financiera (EFSF) sin nuevas garantías por parte de los Estados miembro. Dos opciones barajadas y posiblemente simultáneas: (1) esquema de garantías del EFSF a la deuda nueva emitida por los Estados miembro y (2) creación de uno o varios vehículos creados *ad hoc* (SPV) que den entrada a los recursos provenientes de entidades financieras e inversores públicos y privados para comprar deuda en primario y en secundario.

Las primeras semanas de noviembre apuntan a un nuevo giro del sentimiento de mercado que vuelve a favorecer los movimientos «refugio» en las principales áreas de mercado

2. Participación de inversores privados (PSI) en el rescate a Grecia: (1) intercambio voluntario de bonos y obligaciones con una quita nominal del 50% para las tenencias de deuda griega en manos de bancos; (2) contribución oficial de 130.000 millones de euros a través de fondos oficiales (UE-FMI) de aquí a 2014. Las fechas límites serán, para la materialización del PSI, principios de 2012; para el segundo programa de rescate, finales de 2011.

3. Recapitalización del sector bancario. La EBA cifra, con carácter preliminar, las necesidades de capital para la banca europea en 106.500 millones de euros. En las últimas semanas, el foco de inestabilidad

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN EVOLUCIÓN EN OCTUBRE Y EN 2011 (%)

	Rentabilidades a 2011	
	Octubre	YTD
RRV global	10,9	-5,5
RV emergentes Latinoamérica	9,3	-19,4
RV euro	8,6	-9,6
RV sectores defensivos	8,1	-11,6
RV emergentes Europa del Este	7,6	-21,3
RV Europa	7,5	-9,9
RV España	7,4	-4,2
RV EEUU	7,1	-4,3
RV emergentes global	6,5	-18,8
RV Asia y Oceanía	6,2	-17,7
RV sectores crecimiento	4,8	-7,3
RV mixta euro	4,5	-4,6
RV mixta internacional	3,8	-5,6
RF <i>high yields</i>	3,5	-2,0
RV emergentes MENA	3,2	-20,8
Gestión global	2,4	-4,6
RF convertibles	2,2	-7,0
RF mixta euro	1,8	-1,4
RF mixta internacional	1,2	-2,5
RF emergentes	1,1	-1,1
Materias primas	0,8	-8,1
Garantizado parcial	0,6	-2,3
Gestión alternativa	0,6	-2,8
RF largo euro	0,4	0,7
Ret. absoluto conservador	0,3	-0,8
RF corto euro	0,1	1,0
Monetarios euro	0,1	0,9
Garantizado a vencimiento	0,0	-0,4
FIL	0,0	-5,2
Garantizado RF	-0,1	2,3
RF internacional	-0,2	0,2
FI inmobiliaria	-0,4	-3,0
RV Japón	-1,6	-11,4
RF CP dólar	-2,3	-3,4
Monetarios dólar	-2,9	-5,2
RF LP dólar	-2,9	-1,1

Fuente: elaboración propia.

abierto en el frente político griego e italiano ha elevado los niveles de volatilidad a máximos para las variables financieras y ha reforzado el carácter sistémico de la crisis. Con un BCE reticente a ampliar de manera significativa sus compras de deuda en el mercado secundario, urge poner en marcha cuanto antes los mecanismos de estabilidad del euro (EFSF), así como agilizar la toma de decisiones en los soberanos, que han generado más

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	8,9	2,9	10,5	32,6	-1,4	-0,6	5,8	67.798
Repsol	11	11,4	1,0	5,5	8,9	11,4	19,3	13,7	25.296
Iberdrola	11	10,0	0,9	6,6	9,0	1,0	7,1	6,4	29.248
Banco Santander	10	6,6	0,7	10,2	10,3	-4,5	4,3	11,2	50.675
ACS	9	9,3	1,8	7,8	18,9	-5,2	7,2	10,6	8.307
Técnicas Reunidas	9	11,3	3,9	4,9	34,2	36,3	6,9	2,4	1.532
Caixa Bank	8	8,7	0,6	6,9	6,9	-26,6	7,2	11,9	12.795
BBVA	8	6,8	0,8	6,6	11,5	-22,0	8,5	12,5	30.890
Indra	6	9,8	1,8	5,6	18,7	-9,5	1,2	8,8	1.948
CAF	5	9,3	2,0	3,0	21,1	8,0	9,3	4,5	1.285
Cartera recomendada	9,2	1,8	7,5	18,9	-0,7	6,3	8,6		
Ibex-35		10,2	1,1	6,2	10,8	-2,8	7,5	12,3	

Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

incertidumbre política. Mientras tanto, no descartamos que la volatilidad continúe a c/p y que el contagio a los mercados de deuda se extienda a otros segmentos de mercado. El castigo a la banca de EEUU y Gran Bretaña es sintomático de las implicaciones a nivel global de la actual crisis financiera.

REACCIÓN DE LOS MERCADOS

La reducción de las primas de riesgo observada durante el mes de octubre permite una recuperación de las Bolsas mundiales. Los índices europeos capturan el rebote de octubre con revalorizaciones del orden del 4-6%, si bien el saldo acumulado en el año sigue siendo negativo.

La demanda de beta provoca que los sectores más ligados al ciclo sean quienes lideren el rebote: autos y recursos naturales ganan un 16% en el mes de octubre. Sin embargo, el sector financiero se revaloriza tan solo un 2,3%. La reestructuración de la deuda griega, con sus consecuentes necesidades de recapitalización en el sector bancario, son el principal catalizador de este peor comportamiento relativo.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Renta variable (32%). Reducimos en ocho pp la exposición a RV tomando beneficios en RV en las carteras con un menor presupuesto de riesgo (defensivas). Compramos el rebote de la liquidez, no el de la recuperación de ciclo de beneficios. Nuestro análisis para subir el peso largo en los últimos meses descansaba sobre la argumentación de una relajación en la prima de riesgo que soporta actualmente el mercado y que podría encontrar una válvula de escape en la respuesta de los bancos centrales y, en menor medida, del frente político europeo (si bien se ha deteriorado intensamente en las últimas sesiones).

Asimismo, aprovechamos la demanda de beta del mercado para reducir peso en los sectores más vulnerables a un escenario de decepción en ciclo de beneficios. Una combinación peligrosa es (i) un ratio de revisiones bajo y (ii) un peso elevado en la valoración actual de las expectativas de beneficios. En el cuadrante opuesto, encontramos las oportunidades a medio plazo: telecomunicaciones, salud, *oil & gas*, media, *utilities* y alimentación.

Dentro de renta variable, RV EEUU y Asia emergente son las áreas sobreponderadas, mientras que en RV euro permanecemos infraponderados.

Renta fija (33%). En relación con la deuda pública (6%), salen ESP oct.13, ITA abr.14 y FRA abr.18. En los dos primeros casos, para hacer cartera en plazos más largos en las curvas de los mismos emisores con mayor devengo de TIR (ESP jul.14, ITA jul.16).

En cuanto a la renta fija privada (27%), el valor sigue sesgado hacia el ámbito del *high yield* (HY) con diferenciales en niveles elevados. En investment grade (IG)

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-oct-11	31-dic-10	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	15	10	17	-2
RV EEUU	10	8	6	4
RV emergente Asia	3	3	1	2
RV emergente Latinoamérica	2	5	1	1
RV Europa del Este	0	0	1	-1
RV Japón	8	2	4	4
Renta variable	38	28	30	8
RF largo euro	0	0	15	-15
RF corto euro	5	6	33	-28
RF dólar	0	0	0	0
RF emergente	3	10	0	3
RF convertibles	6	2	0	6
RF IG CP	7	15	8	-1
RF IG LP	4	0	0	4
RF <i>high yield</i>	10	12	2	8
Renta fija	35	45	58	-23
Ret. abs. conservador	0	0	7	-7
Gestión alternativa	19	18	0	19
Gestión alternativa	19	18	7	12
Monetarios dólar	8	3	0	8
Monetarios libra	0	0	0	0
Liquidez	7	6	5	2
Mercado monetario	15	9	5	10

Fuente: elaboración propia.

cobra relevancia el *credit picking* en un contexto en el que sigue habiendo agentes privados que se financian por debajo de emisores soberanos con mejor rating. En nuestra opinión, las referencias de esos emisores corporativos no remuneran lo suficiente su perfil de riesgo de crédito.

Aprovechamos la demanda de beta del mercado para reducir peso en los sectores más vulnerables a un escenario de decepción en ciclo de beneficios

Las medidas destinadas a fomentar la liquidez en mercados podrían favorecer el estrechamiento de diferenciales corporativos frente a *swap* en el corto plazo.

Monetarios (23%). Escenario apreciador para el dólar buscando la parte baja de nuestro rango previsto (1,35). El reajuste de las expectativas del mercado sobre el tipo de intervención del BCE («inesperada» bajada de tipos en el último consejo de Gobierno) y el fuerte deterioro en la agenda institucional europea se establecen como principales apoyos para el dólar en las próximas semanas. Mantenemos un 3% la exposición de la cartera recomendada a dólar.

Mantenemos activa la táctica *barbell* con un 20% de la cartera en liquidez, al mismo tiempo que sobreponderamos los extremos de la curva de riesgos del universo de activos (Bolsa y liquidez). Nos decantamos por esta táctica para gestionar un rango de escenarios inusualmente abierto para los mercados financieros y que, en nuestra distribución de probabilidades, pasan por (a) escenario de rebote -nuestro central hasta la última semana de octubre- o (b) escenario bajista -nuestro alternativo que pesa mucho más que el alcista ::

Cuestión de credibilidad

A lo largo de las últimas semanas, la incertidumbre en relación con el futuro del área euro se ha incrementado dejando atrás el efecto positivo de las reuniones que tuvieron lugar a final de octubre. La acción combinada de la indefinición de los mecanismos de rescate y la rebaja de tipos de interés abordada por el BCE han provocado una renovada debilidad del euro.

Pablo Guijarro

SIN TIEMPO PARA EL ALIVIO

Octubre finalizó con la percepción, por parte de los inversores, de que las autoridades europeas estaban por fin adoptando medidas de corte contundente para atajar la inestabilidad de los mercados y las dificultades de financiación de las economías de la periferia del área euro. Esta circunstancia permitió una recuperación de los activos más dañados por la incertidumbre vivida en el primer semestre de 2011, especialmente los diferenciales de deuda periférica frente a Alemania y, adicionalmente, el euro.

Las rebajas de tipos de interés, la incertidumbre institucional y la inestabilidad política minan la recuperación del euro

En su cruce frente al dólar, la moneda única registró una importante apreciación, que llevó el tipo de cambio a cotas superiores a 1,41 (similares a

Tipo de cambio dólar/euro



Fuente: elaboración propia a partir de Fixing BCE.

las registradas a principios de septiembre). Este alivio tuvo muy poco recorrido: tanto como tardó el Gobierno griego en anunciar la convocatoria de un referéndum para la aprobación de nuevas medidas de ajuste.

Esta noticia provocó un renovado hundimiento del euro ante la desconfianza generada por la iniciativa griega y el potencial «contagio» a otras economías con dificultades similares. La inestabilidad en Italia (con la dimisión final del primer ministro Silvio Berlusconi el fin de semana del 11 de noviembre), el retraso en la implementación de los mecanismos de estabilización de la eurozona avanzada en las cumbres de final de octubre y la rebaja de tipos de interés abordada por el BCE en noviembre han terminado de debilitar el euro llevando el tipo de cambio de nuevo a cotas próximas a 1,34 dólar/euro.

CREDIBILIDAD PARA COMBATIR LA DEBILIDAD

Con este escenario de fondo, la evolución futura del euro dependerá, en gran medida, de la capacidad de las autoridades europeas para transmitir confianza a los mercados. Hasta la fecha, más allá de la aprobación de planes de ajuste y el cumplimiento de los mismos en las economías de la periferia, está fuera de toda duda que el área euro carece de una hoja de ruta y una voluntad firme de atajar los problemas financieros presentes desde hace dos años.

La recuperación de la credibilidad ante los inversores por parte de las instituciones europeas será clave para no acentuar la debilidad del euro

Esta incapacidad de acción coexiste con una economía que se adentra en una renovada fase de

Tipo de interés descontado por los futuros sobre Euribor 3m con vencimiento diciembre de 2012



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

debilidad que podría acentuarse de forma notable a lo largo de 2012. Por todo ello, consideramos que el riesgo de depreciación del euro en la parte final de 2011 y primera mitad de 2012 es significativo y recomendamos llevar a cabo la cobertura de pagos en dólares ante aproximaciones del tipo de cambio a la cota de 1,3650-1,37 dólar/euro ::

POLÍTICA MONETARIA Y TIPO DE CAMBIO

Durante la primera mitad de 2011, la expectativa de que el BCE pudiera llevar a cabo subidas continuadas en su tipo de interés de referencia fue un factor de contrarresto notable a la presión de depreciación que sufría el euro derivada de la crisis de deuda soberana.

El deterioro del fondo económico durante el verano, la moderación de la inflación y la consiguiente rebaja de tipos de interés abordada por el BCE a principios de noviembre han motivado una nueva convergencia de las políticas monetarias entre EEUU y el área euro. Éste ha sido uno de los factores que ha debilitado la cotización del euro en las últimas semanas.

Tras la primera bajada de tipos abordada por el BCE, todo apunta a que, en los próximos meses, esta evolución podría continuar, si bien el mercado ya habría puesto en precio rebajas adicionales en el repo, hecho que limitaría el impacto depreciador sobre el euro. No obstante, la expansión de la base monetaria que conllevan las rebajas de tipos de interés supone un factor de refuerzo de la debilidad de la divisa, tal y como se ha puesto de manifiesto en EEUU a lo largo de la crisis con las actuaciones de la Reserva Federal.



Latinoamérica vulnerable, pero con margen de actuación

Los últimos indicadores de coyuntura en Latinoamérica apuntan a una mejora generalizada de la actividad en el tercer trimestre, aunque con diferencias entre países. La potencial desaceleración, más intensa de lo esperado, de las economías avanzadas se configura como el principal factor de riesgo para Latinoamérica debido al impacto directo motivado de la relación comercial y de la probable huida de capitales y al indirecto derivado por una eventual caída de la cotización de las materias primas.

Álvaro Lissón

Los últimos indicadores de coyuntura en Latinoamérica apuntan a una mejora generalizada de la actividad en el tercer trimestre, aunque con dos velocidades. Brasil y México concentran las señales de alerta. La primera, por los pobres registros que se acumulan en la industria y en los indicadores de demanda interna; la segunda, por la potencial desaceleración del ciclo en EEUU, principal mercado de exportación de esta economía. Si bien, todo apunta a que el tercer trimestre podría resultar positivo en términos de crecimiento. En sentido contrario, Perú, Chile y Colombia reúnen las señales más positivas desde el frente de la actividad. No sólo por el buen comportamiento de la demanda interna, sino también por la evolución de las exportaciones, que siguen creciendo a tasas de dos dígitos (en interanual), por lo que cabe esperar que, los buenos registros de crecimiento del segundo trimestre de 2011 tengan continuidad.

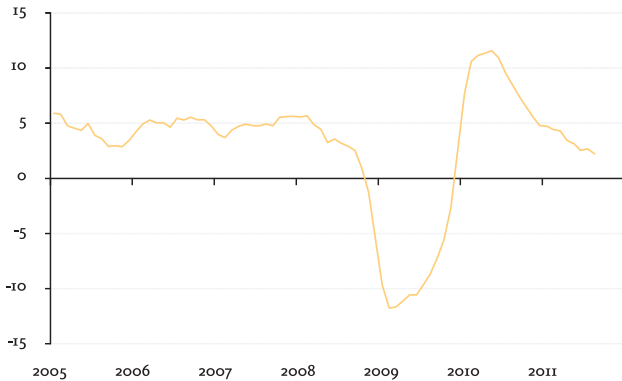
Los indicadores adelantados apuntan, eso sí, a un cuarto trimestre de marcada desaceleración. Destacar también el freno en el ritmo de avance de los índices de ventas minoristas (demanda interna) y, principalmente, el deterioro reciente en los indicadores de actividad industrial (sector exterior), que apuntan a una parte fi-

nal del año de reducido crecimiento en la región, el cual podría extenderse hasta el primer semestre de 2012. Una desaceleración más intensa de lo esperado de las economías avanzadas se configura como el principal factor de riesgo para Latinoamérica debido al impacto directo motivado de la relación comercial y la huida de capitales y al indirecto derivado por una eventual caída de la cotización de las materias primas.

Perú, Colombia y Chile concentran las señales más positivas en Latinoamérica

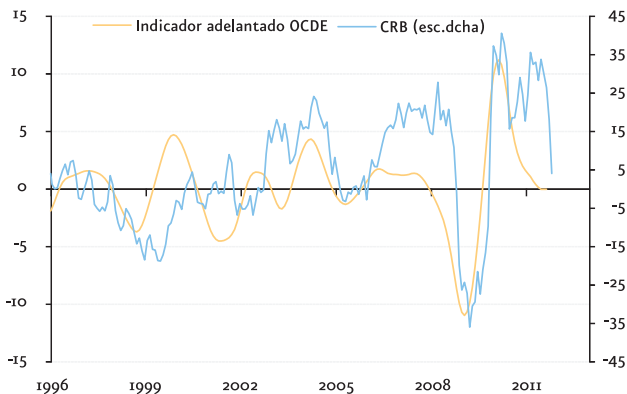
Si hay algo que diferencia a las economías emergentes de las avanzadas, y, en particular, a las latinoamericanas, es que las autoridades económicas tienen margen suficiente para estimular la economía y, especialmente, desde el ámbito de la política monetaria. Desde este frente, existe margen para estimular la actividad interna con bajadas de tipos de interés y, en especial, en Brasil y en Chile, economías en las que el tipo de interés de referencia ya ha alcanzado el nivel precrisis. En cualquier caso, no cabe esperar recortes agresivos en la tasa de política monetaria, en línea con lo que aconteció en la parte final de 2008 y principios de 2009. Y no sólo

Producción industrial en Latinoamérica (tasa interanual %)



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

Indicador adelantado de la OCDE (tasa interanual) e índice CRB de materias primas (%)



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

porque las presiones inflacionistas son ahora mayores que entonces (la inflación se encuentra en máximos de los últimos años en gran parte de principales economías), sino porque el deterioro del ciclo no será, previsiblemente, comparable al de dicho período.

Las autoridades económicas tienen margen suficiente para estimular la demanda agregada y, en especial, desde el ámbito de la política monetaria

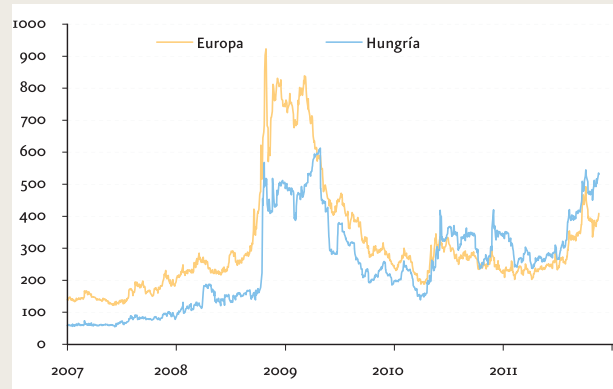
Uno de los mayores riesgos que afronta la región en los próximos trimestres se encuentra en el precio de las materias primas. Conviene recordar que se trata del principal capítulo de exportación de la región (casi el 80% de las exportaciones lo son de materias primas). Las presiones en crecimiento a nivel global y, sobre todo, la

HUNGRÍA SOLICITA AYUDA FINANCIERA AL FMI Y A LA COMISIÓN EUROPEA

Con el fin de estabilizar la situación de los mercados, el Gobierno de Hungría ha solicitado ayuda financiera con carácter preventiva al Fondo Monetario Internacional y a la Unión Europea. Sin que todavía se conozcan detalles del programa (tiene que ser aprobado por la dirección del FMI), es probable que la asistencia financiera se materialice mediante una línea de crédito renovable con una duración de entre uno y dos años, de la que Hungría podría disponer de hasta un 50% en la aprobación del acuerdo y del restante 50% conforme vaya cumpliendo con los requisitos establecidos por el Fondo.

La solicitud de ayuda ha venido precedida de un tensionamiento significativo en las condiciones de financiación de su Tesoro. Desde los mínimos anuales de abril, el diferencial soberano de Hungría (frente al Tesoro de EEUU) ha avanzado 300 puntos básicos, hasta los 530, un nivel compatible con emisores high yield y que doblan los spreads de otros emisores con notas similares a la suya (BBB-). Sus elevadas necesidades de refinanciación en moneda extranjera (unos 3,500 millones de euros en 2012, un 3% del PIB) y el hecho de que el florín húngaro acumule una depreciación frente al euro superior al 10% en el año, convierten a Hungría en una de las economías más vulnerable de Europa del Este al entorno actual.

Diferencial soberano en Hungría y en Europa del Este (puntos básicos)



Fuente: elaboración propia a partir de JP Morgan.

inestabilidad de los mercados financieros podrían introducir presión a la baja sobre el precio de las commodities y condicionar los resultados del sector exportador. En este entorno, las economías más vulnerables serían Chile y Perú, por su vinculación con las ventas al exterior de metales como el cobre, especialmente sensibles al ciclo. Clave monitorizar la evolución de los principales mercados de exportación: no sólo EEUU, sino también China, que, a medio plazo, tiene el potencial para convertirse en el principal socio comercial de Latinoamérica ::



«Frente a esta mejoría en el foco EEUU y emergente, el deterioro se ha observado en Europa. El balance del último mes es negativo y preocupante»

La UME eclipsa a EEUU y a los emergentes

Para el diagnóstico mensual de la economía y de los mercados financieros mundiales sigo recurriendo al «análisis en tres ejes»: la crisis de deuda en la UME, las perspectivas para la economía estadounidense y el potencial contagio a los países emergentes de la pérdida de dinamismo de la economía mundial. Con el avance del PIB en EEUU en el tercer trimestre de 2011 (0,6% trimestral, 1,6% interanual), el escenario de riesgo de recesión en esta economía, que tanto preocupó en agosto y en la primera quincena de septiembre, estaría quedando atrás. Esta mejora en la visión económica encuentra aval en la reciente publicación de las proyecciones de la Reserva Federal (2,5/2,9% para 2012) o de la OCDE (algo menos optimista: 1,8%). Fuerte crecimiento del PIB, por tanto, en 2012, que no parece compatible con una situación de *double dip*, que, en verano, derivó en una intensa caída de las cotizaciones bursátiles. Pero igual de relevante es analizar la descomposición del crecimiento del PIB para comprobar que, tras cinco años de ajuste, la inversión residencial ya no drena y que, tras caídas acumuladas del orden del 30% en el precio de la vivienda, se podría haber completado el proceso de corrección del precio.

Pero el diagnóstico en las economías emergentes también ha mejorado en el último mes tras la publicación del PIB chino, que consigue avanzar al 9,1% interanual. Son varios los factores de fortaleza de las economías emergentes para hacer frente a una potencial desaceleración económica mundial. Por un lado, la abultada acumulación de reservas en moneda extranjera por parte de sus bancos centrales, que, al

aumentar un 50% desde los niveles de 2008, equivaldrían ya al déficit por corriente de los próximos cinco a 10 años. Pero es que, además, los niveles tan reducidos de deuda pública (ratios del orden del 20-40% del PIB, con pocas excepciones, como Brasil, con un 60%), junto con la credibilidad antiinflacionista de sus respectivos bancos centrales, permite albergar con optimismo el margen de maniobra con el que cuentan tanto desde la política fiscal como desde la monetaria (se va ampliando la lista de bancos centrales que han bajado ya tipos de interés).

Frente a esta mejoría en el foco EEUU y emergente, el deterioro se ha observado en Europa. El balance del último mes es negativo y preocupante. Por un lado, hemos asistido a un nuevo deterioro de los índices de sentimiento empresarial, que nos lleva a anticipar una caída del PIB en el último trimestre de 2011 y en el primero de 2012. La reacción del BCE recortando el *repo* en 25 pb y abriendo la puerta a una rebaja adicional es la confirmación de los riesgos cíclicos por los que atraviesa la UME. Pero no sólo. De hecho, el principal factor de tensión en los últimos días procede de Italia. Los diferenciales de las referencias soberanas alcanzan nuevos máximos, tanto en el tramo largo como en el corto, en un proceso de aplanamiento de la pendiente que tanto recuerda a lo observado en Grecia, Irlanda y Portugal poco antes de pedir el rescate financiero. No podemos entrar a especular sobre los acontecimientos dentro de la UME en las próximas semanas, pero sí advertir de que este foco de riesgo, en contraste con el de EEUU y emergentes, se ha deteriorado significativamente ::

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



CUADRO DE MANDO Financiero

Miguel Arregui

Se materializan los riesgos de liquidez



[Ingram Publishing/Thinkstock.

Puntos destacados

- La deriva negativa en los mercados secundarios de deuda soberana se está trasladando al mercado primario (el de emisión) no sólo en países periféricos, como España, sino que también, y cada vez en mayor medida, a emisores núcleo. En consecuencia, la espiral negativa en el coste de financiación de los Tesoros se está retroalimentando.
- Además, el incremento de tipos de interés se ha filtrado, inevitablemente, al coste de emisión de agentes privados, ya que el coste al que se financia el Tesoro se configura, con carácter general, como un nivel mínimo al que buena parte de las empresas de un país pueden captar fondos.
- Adicionalmente, en un contexto de fuertes vencimientos de deuda bancaria y difícil acceso a los mercados de financiación mayorista, es previsible que el crédito concedido a la economía real por parte de los bancos siga resintiéndose en próximos meses. El posible deterioro cíclico al que apuntan los indicadores adelantados de confianza y el encarecimiento del pasivo bancario minorista podrían contribuir a esta dinámica.
- Este escenario podría producirse aun a pesar del entorno de condiciones monetarias extremadamente laxas que imperan en el área euro. El ICM, que mide el grado de dureza o laxitud del régimen monetario impuesto por un banco central, señala unas condiciones actuales muy flexibles. A pesar de ello, esta laxitud no está trasladándose a las condiciones de financiación de los agentes privados.

El nivel del ICM en el área euro se hace eco de un entorno marcado por las extraordinariamente flexibles condiciones monetarias vigentes en la actualidad.

Un banco central relaja las condiciones monetarias cuando pretende estimular el crecimiento económico. En la actualidad, este fenómeno no se está produciendo debido al comportamiento disfuncional del canal interbancario, que no está permitiendo que las políticas monetarias y de liquidez impuestas por el BCE fluyan con normalidad a la economía real.

En próximos meses, y aun cuando las condiciones monetarias puedan seguir siendo laxas, un comportamiento más normalizado del mercado interbancario será la clave que permita una mejora en la transmisión del crédito a los agentes ::

El Tesoro español se ha visto obligado a elevar la rentabilidad de sus emisiones de deuda. El tipo de interés de las letras del Tesoro a 12 meses supera el 5%; máximos desde 1993.

El encarecimiento de la deuda pública tiene efectos negativos sobre la financiación de los agentes privados por una doble vía. Por un lado, el repunte de tipos de la deuda pública afecta a buena parte de los agentes privados, ya que, normalmente, el coste de la deuda pública «fija» suelo para el resto de agentes, especialmente para aquellos menos internacionalizados y de menor tamaño.

Por otro lado, en un contexto de elevados costes de endeudamiento bancario, las entidades financieras, probablemente, encarecerán el tipo de concesión de préstamos para rentabilizar su activo ::

Como consecuencia de todo lo anterior, hemos asistido a un fuerte repunte del coste de deuda corporativa, tanto para inversiones en grado especulativo (HY) como para aquéllas de menor riesgo y con fundamentos más sólidos (IG).

Las restricciones a la financiación para los agentes financieros augura un escenario de mayores tensiones de liquidez para las empresas, especialmente en el segmento HY. La elevada vulnerabilidad de estas empresas a la interrupción en las líneas de crédito y su elevado grado de dependencia del ciclo económico, en un contexto de posibles recaídas del PIB UME, añadirán presión a sus niveles de rentabilidad (posible repunte de tipos).

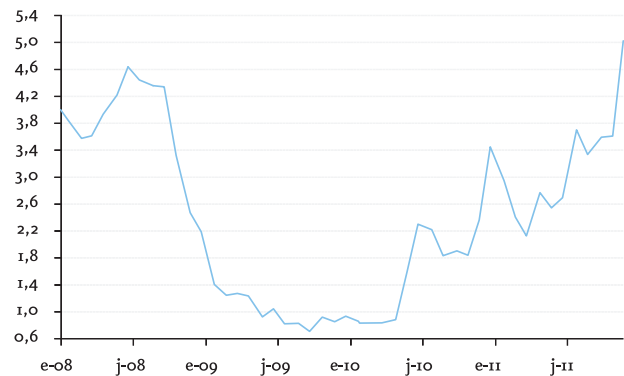
Si las señales de estrés siguen latentes en la cotización de los mercados financieros, no descartamos una posible ampliación de diferenciales de crédito de cerca de un 20% ::

Índice de condiciones monetarias del área euro



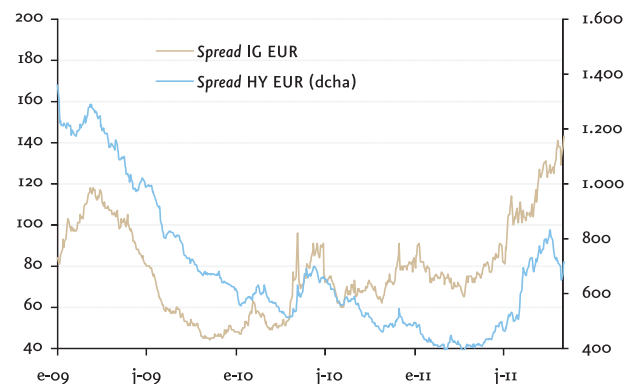
Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

TIR media Tesoro ESP (%)



Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

Diferenciales de deuda corporativa EUR IG y HY (pb)



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.



Félix Tena

PRESIDENTE DE IMAGINARIUM

«Imaginarium es hoy más que una tienda de juguetes»

Félix Tena nació en Zaragoza en 1960 y estudió Economía y Empresa en EEUU (Columbus University) y en ESADE. En 1992, fundó Imaginarium, que lanzaría después a nivel mundial a través de una cadena de establecimientos y de su marca ItsImagical. Imaginarium es un concepto de negocio basado en un innovador modelo de *retail* de alta tecnología y una colección exclusiva de productos de alta calidad desarrollados sobre la base cultural de una compañía decidida a contribuir con valores educativos a una sociedad mejor.



Efectivamente, Imaginarium es mucho más que una tienda de juguetes. Es una gran marca con una excelente reputación y notoriedad internacional, que se relaciona espontáneamente con el juego educativo y con valores, con productos de calidad y diseño propio, con tiendas y espacios llenos de magia y sorpresa... Imaginarium está presente hoy en 25 países con 382 tiendas y más de 1.500 puntos de venta en otros formatos tipo *corners* o *shop in shop*, así como ocho *concept store online*. La marca ha trascendido de la original tienda de juguetes para estar mucho más cerca de los clientes.

Javier López Somoza

Ya en 1992, fecha de la primera apertura, el mercado del juguete en España presentaba síntomas de estancamiento si no retroceso en favor de las multinacionales americanas y japonesas. ¿Por qué pensó que había hueco para Imaginarium?

En esa fecha, ya conocía muy bien el mercado del juguete español, cómo se estaba transformando y cómo los hipermercados y grandes superficies estaban banalizando este sector dejando de lado al niño y sus intereses. Las negociaciones entre las grandes multinacionales y los grandes de la distribución hablaban de descuentos, publicidad, volumen..., pero, en ningún momento, valoraban o tomaban en consideración cuáles eran las necesidades de los usuarios y cómo podían ayudar en su formación. Observando estos hechos y deseando poder evitarlos estando en contacto directo con el consumidor, surgió la idea de crear una gran cadena de tiendas que diese el protagonismo al niño y a los beneficios que el juego le aporta, sin intermediarios y sin otros intereses. Así nació Imaginarium: un modelo de integración vertical, desde la selección y creación de las colecciones propias, el diseño de los productos

hasta la venta y el asesoramiento a través de expertos en cada punto de venta, a su vez lleno de magia y de estímulos para los sentidos de padres e hijos.

Veinte años después es obvio que el modelo ha funcionado. Sin embargo, cuéntenos algo que imaginó y que no acabó de consolidarse

Siempre ha habido algún producto que no funcionó como imaginé, pero como en nuestro modelo no nos apoyamos en productos estrella ni modas, sino que tenemos colecciones amplias con unas 2.000 referencias, hay margen para estos productos más difíciles que no siempre encajan. Nuestra línea de cosmética Imagicare fue un proyecto que no pudo consolidarse. Se trataba de una línea de cosmética especial para niños, realizada con unos laboratorios farmacéuticos de gran prestigio. Eran muy buenos y de una gran calidad en su composición y presentación, pero tenían un precio demasiado elevado para ser vendido en nuestras tiendas. Era más propio del canal farmacias.

¿Cómo y cuánto les ha afectado la actual crisis?

Obviamente, la crisis está afectando a todas las empresas y sectores y los resultados serían mucho mejores con otro contexto, pero, realmente, estamos comprobando que tenemos un modelo de negocio muy sólido y que está haciendo frente a una de las peores crisis mundiales sin apenas desviarnos de nuestras previsiones y planes de crecimiento. Un aspecto muy positivo fue nuestra rápida reacción y anticipación a la crisis. Ya en 2009, viendo que el entorno había cambiado y el acceso a la financiación iba a ser muy complicado, preparamos a nuestra compañía para poder disponer de los recursos necesarios para seguir creciendo e invirtiendo en estos años de crisis aprovechando las oportunidades que el entorno puede ofrecer.

¿Qué han hecho para afrontarla?

Son varias las estrategias y acciones llevadas a cabo. Por un lado, estamos trasladando nuestra cadena de tiendas a un nuevo formato de tienda más grande y rentable, que proporciona a nuestros invitados, además, mejores experiencias de compra, y, por otro lado, estamos incrementando nuestra presencia en mercados internacionales donde ya estamos presentes para



Volumen de población, así como potencial de crecimiento y consumo en un mercado con una oferta poco especializada, son los atractivos de Rusia para Imaginarium

consolidar así nuestra posición y ganar cuota de mercado con estructuras muy similares, es decir, para ganar rentabilidad.

Finalmente, hemos realizado una gran mejora en la gestión de toda la compañía y mercados ganando eficiencia, aprovechando mejor los recursos disponibles y buscando potenciar nuestras propias sinergias, todo ello junto con un control razonable de los gastos. En definitiva: hemos maximizado la eficiencia en la gestión de todas las áreas.

¿En qué situación se encuentra su expansión nacional? ¿Creen que,

con sus establecimientos actuales, ya tienen cubierto el mercado nacional?

La marca tiene un elevado grado de penetración. Actualmente, contamos con 200 tiendas en España, pero aún existen zonas con potencial para abrir nuevas tiendas y también seguiremos nuestra expansión nacional sustituyendo tiendas antiguas por otras de nuevo formato o reubicando tiendas existentes en mejores ubicaciones. El objetivo es continuar nuestro proceso de traslación de la red de tiendas para finalizar con una red de tiendas nuevas y renovadas, en las que la marca y las colecciones

pueden expresarse mucho mejor, los clientes disfruten de una mejor experiencia de compra y los gastos se diluyan para obtener como resultado una mayor rentabilidad global por tienda.

¿Cuál es la dimensión actual de la internacionalización de Imaginarium?

Al cierre del primer semestre de 2011, las ventas internacionales representaron el 41% del total de las ventas y, en 2012, alcanzarán el 50%. Nuestra estrategia en los últimos años está siendo la de consolidar la presencia de la marca y ganar cuota en todos los mercados



en los que ya estamos presentes donde tenemos un potencial enorme que debemos y podemos captar.

Y ahora Rusia. ¿Por qué Rusia?

Rusia es, sin lugar a dudas, uno de los mercados clave para el desarrollo de cualquier proyecto relevante de *retail* a nivel europeo, tanto por el volumen de población que se concentra en torno a las principales zonas metropolitanas como por el potencial de crecimiento y consumo en un mercado con una oferta poco especializada o segmentada, en el que las marcas y los productos diferenciados adquieren un protagonismo creciente. Concretamente, en el mercado infantil, la estructura demográfica e índice de natalidad dotan al mercado ruso de un potencial adicional. Los proyectos aprobados por el Gobierno ruso para incentivar la natalidad se traducen en un crecimiento demográfico constante desde 2009, que continuará, al menos, hasta 2015. De ahí que el mercado de productos para niños se espera que crezca en torno a un 15% anual. Asimismo, hoy en día, el niño en Rusia es el «rey de la casa» y los padres no escatiman en rodearle de productos y juguetes intere-

santes para su crecimiento. Como ejemplo, el gasto en juguetes para niños se viene incrementando en más de un 50% desde el año 2007 en las zonas urbanas, por lo que la oportunidad que se presenta es inmejorable.

¿Cuál ha sido la fórmula elegida para abordar este mercado?

Imaginarium ha firmado un acuerdo de máster franquicia para el desarrollo e implantación de la marca Imaginarium en la Federación Rusa con un *partner* local que cuenta con amplia y cualificada experiencia en la implantación de proyectos de *retail* con marca exclusiva en Rusia, así como con acceso y credibilidad frente a los principales operadores inmobiliarios que gestionan los centros comerciales de Rusia. El equipo que lo forma cuenta con la experiencia de haber acometido con gran éxito la implantación y expansión de cadenas «mono-marca» Apple, Nokia, Sony y Lego, entre otras, durante los últimos cinco años con el grupo re-Store Retail Group.

¿Tienen previstos otros mercados emergentes?

De momento estamos concentrados

en los mercados en los que ya estamos y en Rusia, que presenta un gran reto si queremos crear la marca y abrir 50 tiendas en tres años, pero, obviamente, seguiremos creciendo y ampliaremos a nuevos mercados emergidos, pero no de momento.

Imaginarium cotiza en el MaB desde diciembre de 2009. ¿Cuál es el balance?

Como te decía, para nosotros acceder al MAB fue positivo, ya que nos permitió preparar nuestra estructura financiera para crecer y ampliar nuestra red de tiendas nacional e internacional trasladándola al nuevo formato y aprovechando las oportunidades que el entorno nos ofrece en años en los que la financiación es inaccesible. Otra cosa es que el entorno y la crisis macroeconómica estén castigando a las Bolsas y a compañías cotizadas y que la cotización no refleje el valor real de la compañía. Sin embargo, estamos firmemente convencidos de que, tan pronto como se estabilicen los mercados financieros, se verán los frutos y resultados del crecimiento y la buena gestión que ahora no se perciben en el valor de cotización ::

Optimizar y mejorar la gestión del tiempo



[iStockphoto]/Thinkstock.

El tiempo es una variable finita que solamente tiene una dirección: hacia adelante. La capacidad de gestionar bien el tiempo es una habilidad que las empresas valoran cada vez más en sus trabajadores, ya que este factor mejora la productividad y la competitividad de la organización. Tener claros los objetivos perseguidos, planificar las acciones que se van a seguir, delegar, decidir... son todas cuestiones básicas para optimizar un elemento tan escaso.

Yolanda Antón

Lewis Carrol, escritor, matemático y lógico inglés, introdujo en su más conocida obra, *Alicia en el país de las maravillas*, numerosas citas relacionadas con el tiempo, pero una es especialmente valiosa en el momento que vivimos: «Necesitas correr con todas tus fuerzas si pretendes permanecer en el mismo lugar. Si quieres llegar más lejos, tienes que correr al menos dos veces más rápido».

Es una cita muy actual a pesar de sus casi 150 años de vida y muy aplicable al mundo empresarial. El mercado, la competencia nos obligan a aprovechar bien el tiempo y su buen uso será el que nos permita

situarnos en el rango que va desde la supervivencia hasta la excelencia. Sólo permanecer en el sitio en el que estás hace necesario correr y se será más eficiente cuanto más eficaz sea la gestión de nuestro tiempo.

Cada media hora empleada en planificar eficazmente ahorra de tres a cuatro horas de ejecución y produce mejores resultados

¿Cómo podemos gestionar eficazmente nuestro tiempo?, ¿qué tenemos que hacer?, ¿cómo? Siguiendo con el relato de Carrol, un día Alicia llegó a una

bifurcación en el camino y vio un gato en un árbol. «¿Qué camino tomo?», preguntó ella. «¿Adónde quieres ir?», fue la respuesta del gato. «No lo sé», contestó Alicia. El gato sentenció: «Entonces, poco importa el camino que tomes». Tener claros nuestros objetivos y metas nos ayudará a distinguir entre lo urgente y lo importante. Ése es el primer paso para una gestión eficaz del tiempo, porque tanto en la empresa como en cualquier otra organización o colectivo humano es fundamental saber cuál es el destino final al que deseamos que nos conduzcan nuestras acciones y cuándo queremos llegar para priorizar adecuadamente. Pero, para ello, requerimos de organización y planificación quedando demostrado que cada media hora empleada en planificar eficazmente ahorra de tres a cuatro horas de ejecución y produce mejores resultados.

Una vez priorizadas las tareas, es muy importante intentar que salgan bien a la primera, para lo cual es muy efectivo adjudicarse dichas tareas y actividades en función de los tiempos más productivos y más creativos de uno mismo. Evidentemente, reducimos nuestros rendimientos en el tiempo y, además, rendimos más respecto de unas tareas que de otras en función del momento en el que las realizamos. Unos rinden más de noche y otros muy de mañana, amén de que las posibles

interrupciones también tienen sus momentos. Tener eso en cuenta en la planificación ayuda enormemente a que la tarea sea más o menos exitosa.

Delegue. Realmente delegar es un arte, porque no se trata sólo de transferir trabajo, sino de involucrar a otros en la responsabilidad del resultado. Para ello, hay que buscar a la persona adecuada, darle información suficiente, dejar que se centre en el resultado, no en la manera de conseguirlo, establecer tiempos, fechas para la revisión, dar los recursos necesarios, ofrecer guía y consejo sin interferir... Lo dicho: un arte no siempre al alcance de todos.

Es fundamental evitar posponer o aplazar la toma de decisiones: puede convertirse en un hábito que implica un claro desperdicio de tiempo

Es fundamental también evitar posponer o aplazar la toma de decisiones. Esto puede convertirse en un hábito que implica un desperdicio de tiempo, hace que se pierdan las oportunidades y aumenta la presión de las fechas límite establecidas no sólo sobre uno mismo, sino también sobre el resto del grupo de trabajo que debe sobreponerse a la indecisión y a la tardanza. Es cierto que rara vez el ejecutivo utiliza exactamente su tiempo como inicialmente planea, pero se debe procurar, dentro de lo

posible, respetar las actividades y compromisos establecidos, y la toma de decisiones forma parte de ello.

El uso de la tecnología ayuda a aprovechar mejor el tiempo. Las agendas, el correo electrónico, los planificadores de reuniones, las videoconferencias... incrementan la productividad. Como también lo hace minimizar la influencia de lo que viene a denominarse «ladrones de tiempo»: teléfono, interrupciones, visitas inesperadas, papeleo, desorden... Entre todos ellos, destacan especialmente las reuniones ineficaces, encuentros no suficientemente preparados, que, en demasiadas ocasiones, se caracterizan por falta de puntualidad y de atención, duración excesiva, divagaciones, carencia de conclusiones, de responsables concretos para llevar a cabo las acciones necesarias para conseguir lo decidido... En definitiva: pérdidas de tiempo.

Tengamos presente que los ejecutivos no pueden esperar a que los departamentos de organización o de procedimientos mejoren sus propios procesos y métodos. Eso es algo que pueden y deben hacer por sí mismos analizando, en primer lugar, el modo en que actualmente llevan a cabo su trabajo y teniendo en cuenta que no hay nada que pueda hacerse para estirar o acortar el día, pero sí está en nuestras manos hacer una mejor gestión de las 24 horas diarias que tenemos a nuestra disposición ::



La nueva televisión a la carta



Que los hábitos de consumo audiovisual han cambiado es un hecho fácilmente comprobable: los videoclubes son un recuerdo del pasado, los espectadores de las salas de cine disminuyen y las cadenas de televisión están en crisis desde hace años. En este contexto, irrumpe con fuerza la televisión a la carta a través de internet.

Álvaro Martín Enríquez

En el año 1992, desembarcaba en España la cadena de videoclubes Blockbuster, el gigante del alquiler de vídeo estadounidense, que, por aquel entonces, se acercaba rápidamente a la cifra de 3.000 establecimientos en ocho países. En 2006, apenas 14 años después, Blockbuster echaba el cierre a sus 104 establecimientos en nuestro país, para acabar en quiebra en septiembre de 2010.

En 1997, se fundaba otra pequeña empresa en California, Netflix. Reed Hastings y Marc Randolph, fundadores de la compañía, comenzaron a ofrecer un servicio de videoclub por correo, que, posteriormente, ampliaron con un servicio de *streaming* para ofrecer contenidos audiovisuales a la carta. En junio de 2011, Netflix contaba con más de 25 millones de clientes a nivel mundial y unos beneficios netos de 160 millones de dólares en 2010.

¿Qué hizo que una empresa próspera se hundiera en tan poco tiempo y otra dedicada a un negocio similar creciera en el mismo período? Sin duda, la diferente capacidad para asimilar el cambio

de comportamiento que internet trajo a los consumidores de vídeo. Aunque los dos casos mencionados tienen su origen en Estados Unidos, la realidad no es muy distinta en España, al menos en lo que se refiere a los hábitos de los consumidores.

El número de espectadores que acude a las salas de cine en España acumuló en 2010 una caída de casi el 30% desde los máximos de 2004. Por su parte, las televisiones privadas han debido iniciar procesos de fusión ante su prolongada crisis, intensificada por el desplome del mercado de la publicidad, por la necesidad de disponer de contenidos para cubrir la parrilla de la televisión digital terrestre (TDT) y por el auge del vídeo por internet.

El estudio *Televidente 2.0*, elaborado anualmente desde 2007 por The Cocktail Analysis para Antena 3, Ymedia y Movistar, apunta a dos fenómenos nuevos en el consumo de televisión. Por un lado, se produce una convivencia de este canal con otros como el ordenador o la tableta; por otro, se está dando una creciente socialización del acto de ver televisión

gracias al gran éxito de las redes sociales.

Pero, quizá, lo más destacado de la edición de 2011 de este estudio es que un 73% de los usuarios de internet afirman consumir vídeo en descarga o *streaming* a través de la red. De ellos, el 82% lo hace al menos una vez por semana. Por otro lado, el 73% de quienes consumen contenido audiovisual por internet no ha pagado nunca por ello y sólo uno de cada cinco de los que sí lo han hecho ha contratado servicios de videoclub *online* (el resto ha pagado para acceder sin limitaciones de tiempo o velocidad a sitios de descarga o *streaming*).

Dadas las circunstancias, no es de extrañar que Netflix haya decidido lanzar su exitoso servicio de alquiler con tarifa plana en España (previsiblemente, a partir de enero de 2012), ni tampoco que Tuenti se haya adelantado en noviembre con el lanzamiento de una beta privada para un número reducido de usuarios, que, básicamente, ofrece el mismo servicio que la estadounidense. Ésta es precisamente la nueva televisión a la carta, lo que nos espera en los próximos años ::

Valoración por múltiplos

Cuántas veces habremos escuchado (o dicho) que tal empresa no vale más de cinco veces EBITDA o que un PER 12x (el valor de la empresa es 12 veces su beneficio neto anual) es razonable para otra. La valoración por múltiplos cuenta cada vez con mayor aceptación, aunque no suele utilizarse como único método, sino como contraste para valoraciones efectuadas con otras metodologías, especialmente, por descuento de flujos de caja.

Javier López Somoza

Valorar una compañía utilizando la metodología de múltiplos es determinar su valor de mercado por comparación con la valoración de otras empresas, habitualmente cotizadas en mercados de valores, que consideramos poseen unas determinadas características similares.

Dado que la información que se utiliza para el cálculo de múltiplos de mercado es pública y puede obtenerse fácilmente y con alto grado de fiabilidad, su uso es cada vez más extendido, si bien es cierto que, debido a las limitaciones que comentaremos, se utiliza principalmente para primeras aproximaciones de carácter inmediato con el objeto de anticipar un determinado rango de magnitud, que luego debiera ser confirmado o desmentido por otras metodologías más rigurosas, o como contraste (confirmación) de valoraciones efectuadas por otras metodologías.

En algunos casos, el origen de la información puede no ser una cotización bursátil, sino una operación de transacción de una compañía que, por pertenecer al mismo sector económico, consideramos comparable. La información de los números de la operación suministrada públicamente por alguna de las partes se utiliza como referencia para valoraciones.

El objetivo de este artículo es presentar, de una forma somera, los principales múltiplos que se utilizan para aproximar valores de compañías no cotizadas. Para una mejor comprensión de los mismos, los clasificamos en cuatro bloques en función del origen o características del factor que utilizamos como referencia.

MÚLTIPLOS BASADOS EN LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

1. PER (*price earnings ratio*) = precio/beneficio neto

Probablemente sea el multiplicador más conocido y utilizado y representa cuántas veces suponen el valor de la empresa los beneficios anuales. Se utiliza como punto de partida en la valoración de sectores que cuenten con representación bursátil (o para la propia Bolsa en su conjunto), lo que, unido a su sencillez de cálculo, lo ha convertido en un instrumento de valoración muy extendido. En esa misma simplicidad radica su mayor inconveniente, pues no es aplicable a empresas en pérdidas, depende del modo de cálculo del beneficio (diferente política de amortizaciones, de estructura de capital, por ejemplo) y no tiene en cuenta riesgos y expectativas de la compañía.

Para solucionar este último inconveniente también se utiliza el

2. PEG (*price earning growth ratio*) = PER/g

Éste relaciona el PER con el crecimiento medio anual

de la empresa y asume que los inversores están dispuestos a aceptar una valoración del PER más alta para empresas con mayores expectativas de crecimiento. Un ratio PEG bajo podría indicar que la empresa está infravalorada. No obstante, no está consensuado a qué período se refiere ese crecimiento esperado (tres, cinco o más años), por lo que la interpretación de este múltiplo debe ser realizada con cautela.

3. Precio/EBITDA

El EBITDA refleja la capacidad del servicio de la deuda y con él podemos estimar el tiempo que tarda la generación de beneficios operativos en pagar la deuda resultando muy útil en compras apalancadas (financiadas con endeudamiento). El interés de este múltiplo es que, en la medida en que excluye intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones en su cálculo, es una buena manera de comparar estrictamente los negocios de empresas sin que incluyan otros aspectos «accesorios».

Para empresas de sectores que requieren una gran inversión inicial y largos períodos de maduración, parecen preferibles estos ratios que los referidos al beneficio, como el PER o PEG ya mencionados.

A través de este ratio se obtendría el valor de la empresa, por lo que, para llegar al valor de los fondos propios o acciones, habría que considerar la posición financiera neta de la compañía. Una variante del ratio anterior, aunque menos utilizada, es el 4. Precio/EBIT.

5. Precio/ventas

Se utiliza para valorar empresas de internet, de infraestructura de telecomunicaciones, de autobuses, farmacéuticas..., en las que el período de maduración es largo y éstas pueden estar en pérdidas, por lo que utilizar un múltiplo sobre márgenes nos proporcionaría números negativos. Puede variar mucho entre sectores económicos, por lo que debe tenerse esa precaución para su interpretación.

MÚLTIPLOS BASADOS EN EL BALANCE

6 Precio/valor contable

Es muy utilizado para valoraciones de entidades financieras, compañías inmobiliarias y de seguros. Su virtud radica en dos aspectos fundamentales: el valor contable o valor en libros es una magnitud con relativa estabilidad, lo que admite comparaciones intertemporales, y, asimismo, permite su cálculo, incluso, para empresas con pérdidas. Sin embargo, su debilidad radica en que no manifiesta la capacidad que tienen los activos de la compañía de generar resultados futuros, sino que es el reflejo del coste histórico de los mismos.

Este ratio también puede descomponerse del siguiente modo:

$$\text{Precio/valor contable} = (\text{precio/beneficio}) \times (\text{beneficio/valor contable}) = \text{PER} \times \text{ROE (return on equity)}$$

MÚLTIPLOS BASADOS EN FLUJOS DE CAJA

7. Precio/cash-flow operativo

La principal ventaja de este ratio, frente a otros calculados anteriormente, es que es independiente de la política de amortizaciones y provisiones que siga la compañía, por lo que no habrá diferencia entre empresas que sigan políticas de amortización diferentes, por ejemplo, porque se encuentren bajo jurisdicciones contables distintas. Por tanto, permitiría la comparación entre empresas del mismo sector en diferentes países.

Una variante del anterior es 8. Precio/cash-flow libre, pues va un paso más allá al incorporar otra serie de pagos, como son las inversiones en activo fijo y circulante.

9. Precio/dividendos

Los dividendos son el flujo monetario que se destina a remunerar a los accionistas por su inversión, por lo que se puede considerar que el valor de una empresa es el resultado de descontar los dividendos esperados. En caso de empresas con políticas estables de remuneración al accionista, el valor de la empresa sería el valor presente de los dividendos futuros:

$$\text{Div}/i$$

Siendo

Div, el dividendo anual.

i, la rentabilidad exigida por los accionistas.

En caso de que el dividendo tuviera expectativas de crecimiento, la fórmula se transformaría en:

$$\text{Div}/(i - g)$$

Siendo *g* la tasa esperada de crecimiento de los dividendos.

OTROS MÚLTIPLOS

10. Precio/nº de clientes

Este ratio se utiliza para valorar empresas que, en el momento presente, no generan beneficios, asumiendo que su modelo será exitoso cuando se consiga un alto número de clientes, puesto que será en ese momento cuando se pondrán de manifiesto las externalidades

positivas de red, se generan los ingresos futuros y, con ellos, los beneficios. En este ratio, el factor «clientes» puede ser tenido en cuenta en un sentido amplio en función de la actividad o del sector de la empresa. Por ejemplo, contemplaremos abonados si estamos considerando una empresa de telefonía móvil o televisión de pago, nº de visitas, usuarios únicos o clics, si es para páginas web, etc.

11. Precio/unidad física (m² disponibles, MW, empleados...)

Otras veces, también según la actividad o el sector, utilizamos determinadas unidades físicas como los m² para empresas del sector inmobiliario, los megavatios instalados para los productores de electricidad e, incluso, el número de empleados cualificados para determinadas empresas de consultoría.

El proceso de valoración por múltiplos no es un mecanismo automático, pues los conocimientos y la experiencia del valorador son indispensables

Al utilizar estos múltiplos, se asume que se trata de empresas situadas en sectores maduros en los que el proceso productivo es ampliamente conocido y, en esa medida, su capacidad de generar valor dependerá de la cantidad de factor del que dispongan. Por otra parte, ratios distintos aplicables a diferentes empresas del sector lo que pondría de manifiesto es una mayor capacidad de extraer valor de sus recursos.

Aspectos prácticos que se deben tener en cuenta en el uso de múltiplos

ELECCIÓN DE LAS EMPRESAS COMPARABLES

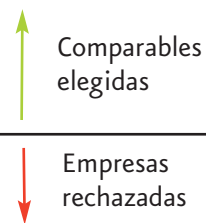
Para la valoración de compañías a través de múltiplos resulta fundamental seleccionar adecuadamente las empresas comparables, de las que extraemos los múltiplos que se aplican a la empresa que se va a valorar.

Se debe buscar la empresa que represente un grado de comparación razonable y ajustar, posteriormente, tanto las magnitudes sobre las que se calcularán los múltiplos como los propios múltiplos.

¿Cuáles son los parámetros en que debemos fijarnos para seleccionar las empresas comparables? El tamaño de la empresa, su crecimiento, rentabilidad y perfil de riesgo, en comparación con la compañía objeto de valoración, serán determinantes a la hora de evaluar el grado de similitud entre ambas. Por ello, dentro de esta fase, será necesario establecer los criterios de selección considerando aspectos tales como el sector, el tipo de negocio (producción, distribución...), los productos o servicios ofrecidos, su posicionamiento en el mercado, el mercado geográfico en el que opera,

EJEMPLO DE TABLA DE AYUDA PARA LA SELECCIÓN DE EMPRESAS COMPARABLES

Ponderación	(3)	(1)	(2)	(2)			(3)	
Empresa/criterio	Actividad	Geografía	Tamaño	Crecimiento	Rentabilidad	Valoración final*
A								
B								
C								
D								
E								
...								
...								
X								



* Sumatorio del resultado de multiplicar la calificación de cada criterio por su factor de ponderación.
Fuente: elaboración propia.

el tamaño de la compañía, sus perspectivas futuras y la comparación en márgenes, rentabilidad e inversiones necesarias, así como cualesquiera otras características que el valorador considere, incluso algunas con un carácter más cualitativo como la calidad de la dirección.

Dado que no siempre podremos hallar empresas que cumplan sistemáticamente los criterios, para ayudarnos en la elección, podemos construir la tabla «Criterios de selección de empresas comparables».

Entre cinco y 10 empresas sería un número razonable de comparables que deberíamos localizar. No obstante, como del análisis de criterios que hay que realizar pueden ir descolgándose empresas debido a que no cumplan los mínimos que establezcamos, deberíamos listar inicialmente un número más amplio para ir eliminando después. En un extremo, tras la criba final, podríamos quedarnos sólo con dos o tres si las mismas presentan un alto grado de comparabilidad.

COMPARACIÓN CON EMPRESAS COTIZADAS

Se considera que las compañías cotizadas tienen un mayor valor debido a la posibilidad que tiene el inversor de deshacer su posición en cualquier momento. En compañías no cotizadas, la salida del capital puede ser más problemática, con la correspondiente pérdida de valor para el accionista, por lo que es habitual aplicar un descuento por iliquidez a la hora de valorarla. Es práctica común utilizar un descuento de entre el 5 y el 15%.

Sobre la valoración realizada, además, el precio de las acciones en Bolsa no refleja la prima de control. Ejercer el control de cualquier compañía tiene un valor implícito. En la compra de participaciones de empresas no cotizadas, se busca, en muchas ocasiones, obtener el control de la compañía. En estos casos, habrá que añadir una prima de control a la valoración obtenida.

EL CICLO DE VIDA DE LA EMPRESA

Por último, señalar que las compañías con mayores perspectivas de crecimiento, normalmente, tendrán mayores múltiplos sobre resultados que compañías con

menores crecimientos esperados. Por lo tanto, al analizar los múltiplos, habrá que tener en cuenta el crecimiento histórico y, especialmente, el esperado para cada compañía para entender los múltiplos de cada una y compararlo con el crecimiento esperado para la compañía objeto de valoración.

Conclusiones

Las valoraciones por múltiplos nos ofrecen indicaciones relativas a si una empresa está más cara o más barata que empresas similares (una compañía tiene un PER 12 frente a otra que tiene un PER 8). Implícitamente, nos está ofreciendo, no cabe duda, una valoración absoluta. Sin embargo, algunas veces nos proporciona resultados incoherentes y ello es debido a que se suele utilizar un solo criterio para valorar entes tan complejos como las empresas, aislándose de otras circunstancias que las rodean. Por ello, el proceso de valoración por múltiplos no debe entenderse como un mecanismo automático, en el que lo único que hace falta son unas cifras y una hoja de cálculo. Los conocimientos y experiencia del valorador son indispensables para seguir todo el proceso de elección de las compañías comparables, para depurar los datos si se considera necesario y también para interpretar el resultado.

Al mismo tiempo, acusan el problema de no cuestionar las valoraciones previas, es decir, asumen que el mercado no se equivoca en sus cotizaciones. El método no permite discernir si las empresas del grupo de comparables están sobrevaloradas o infravaloradas y, no sólo eso, el mismo proceso elimina aquellos que se alejan de los valores centrales, sin más razón que esa.

Entonces, ¿cuáles son las razones de su actual y creciente popularidad? Fundamentalmente, su simplicidad, pues son necesarias menos hipótesis que en otros procedimientos (valoraciones por descuento de flujos, por ejemplo), son prácticamente inmediatas, fáciles de presentar y entender, y, asimismo, reflejan el sentimiento del «mercado» en el momento de la valoración, por lo que sus resultados obtienen una mejor aceptación ::

Luz verde a la nueva ley concursal

Se aprueba definitivamente la reforma de la ley concursal, que impulsará las refinanciaciones de deuda de empresas para evitar que entren en concurso de acreedores.

Como ya adelantábamos en el artículo de junio de *Empresa Global*, la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal, aprobada en septiembre y que entrará en vigor el próximo 1 de enero de 2012, persigue tres objetivos principales: abaratar el procedimiento concursal gracias a su agilización y simplificación, profundizar en las alternativas al concurso o los denominados «institutos preconcursales» y solucionar algunos problemas prácticos que la anterior regulación habían generado y algunas dudas interpretativas.

A continuación, haremos referencia a las reformas adoptadas que consideramos más relevantes para el mundo empresarial.

Así, la norma recoge como una de las principales medidas el desarrollo y la profundización de los mecanismos preconcursales. El legislador deroga el artículo 5.3 de la ley y establece un nuevo artículo 5 bis, que amplía el alcance del antiguo 5.3 modificando sus presupuestos y requisitos y permitiendo retrasar la solicitud de declaración concursal mediante la comunicación judicial del inicio de negociaciones para alcanzar un acuerdo de refinanciación cuya consecución permitirá a la empresa superar su situación de insolvencia y, por tanto, huir del concurso.

El nuevo texto permite que el acuerdo de refinanciación pueda ser oponible frente a otros acreedores, incluso aunque hubieran votado en contra del mismo, siempre que cumpla con determinados requisitos y sea homologado ante el juez de lo mercantil correspondiente. De esta forma, los acuerdos orientados a

asegurar la continuidad de la empresa y verificados por experto independiente designado por el Registro Mercantil podrán ser homologados judicialmente y, por tanto, serán oponibles a terceros cuando se encuentren suscritos por el 75% de las entidades financieras que ostenten la deuda bancaria de la compañía, pudiendo, por consiguiente, imponer al restante 25% los términos y condiciones de espera contenidos en dicho acuerdo, siempre que éste no suponga un sacrificio desproporcionado para la minoría.

La nueva regulación promueve soluciones alternativas al procedimiento judicial mediante la consecución de acuerdos de refinanciación y la protección del «dinero fresco»

En cualquier caso, la empresa en situación concursal podrá alcanzar acuerdos de refinanciación siempre que éstos permitan la continuidad de la actividad profesional o empresarial a corto o medio plazo y concurren los siguientes requisitos: que sean anteriores a la declaración de concurso, que estén suscritos por los acreedores cuyos créditos superen el 60% del pasivo en la fecha de adopción del acuerdo de refinanciación, que cuenten con informe favorable de experto independiente designado por el Registro Mercantil y, por último, que esté formalizado en instrumento público, al que se habrán unido todos los documentos que justifiquen su contenido y el cumplimiento de los requisitos anteriores.

Se asientan también las medidas necesarias para que los acuerdos de



María Fernández García

refinanciación que cumplan los anteriores requisitos no puedan ser atacados en un posterior proceso concursal a través de la acción de reintegración prevista en el artículo 71 de la ley concursal.

Otra de las novedades introducidas es el concepto de «dinero fresco». Este instrumento preconcursal, posible únicamente en el marco de un acuerdo de refinanciación, permite a los acreedores que aporten nuevos ingresos a la tesorería de la sociedad considerar el 50% de los mismos como crédito contra la masa en un eventual futuro concurso.

La reforma amplía significativamente el ámbito del procedimiento abreviado reduciendo la duración media de un procedimiento concursal y de sus costes económicos al disminuirse forzosamente el número de miembros que integran la Administración concursal.

Cabe destacar también la reforma introducida a través de la nueva disposición final undécima bis sobre la reforma la ley del impuesto sobre el valor añadido, que supone que, en las entregas de bienes inmuebles efectuadas como consecuencia de un proceso concursal, el sujeto pasivo, a partir de 1 de enero de 2012, pasará a ser el adquirente, que será el obligado a la repercusión del IVA.

Por último, se introducen novedades importantes, como la agravación de la responsabilidad de los apoderados generales de las sociedades, así como modificaciones en el régimen de las acciones contra los administradores de las sociedades en concurso y las denominadas «acciones directas»::



«La filantropía es propia de las sociedades sanas y bien estructuradas. Refleja la expresión de una comunidad solidaria»

Bill y Melinda García

U nGarcía es el apellido que más se lleva en España, pero Bill y Melinda son dos nombres propios bien concretos que, inmediatamente, habrán evocado en el lector a la pareja más notoria en el mundo de la filantropía planetaria hoy en día: la de los Gates. La filantropía ya no es lo que era. Es mucho mejor. Es decir, sigue siendo filantropía, pero tiene una cuenta de resultados. La pregunta que quiero hacer titulando así esta columna es: ¿existen los Bill y Melinda Gates españoles? No conozco la respuesta y eso me preocupa. Si resultara que existen, estaría muy bien que se supiera *urbi et orbi* para estimular la imitación, pues me temo que no estamos muy sobrados de filántropos aunque tengamos nuestra cuota de «potentes». Si no existen, debemos preguntarnos qué hay en nuestra idiosincrasia que impide ese fenómeno.

Puede que el sistema de bienestar en nuestro país sea tan bueno que haga innecesaria la filantropía como sector organizado. No tenemos un mal sistema de bienestar en España, quizá algo desequilibrado y con una mezcla de incentivos no tan sana como sería de desear, pero no es malo. El problema es que, ahora, nos enfrentamos a la necesidad de replantear algunas de sus disfunciones y, además, escasean dramáticamente los recursos.

La crisis y el paro, por otra parte, han hecho saltar las costuras del tejido social y hasta la filantropía más visible e institucional (Cruz Roja, Cáritas) se ha visto desbordada por las demandas de grupos sociales hasta hace poco instalados entre las clases medias que no podían satisfacerse por los mecanismos formales del bienestar. El imparable movimiento de convección de la pobreza está creando nuevas capas de necesidad y desplazando a las que ya estaban en la parte inferior de la escala, en los tiempos ordinarios, de sus refugios habituales.

Puede que proclamar «un impuesto para ricos» no sea muy original, pero, en ciertos países «de nuestro entorno», como se suele decir sin reparar en lo que esto implica, han surgido voces desde los cuarteles más favorecidos entonando el «por qué no» o el «sí, quiero». No en España. Por el contrario, han sido generales las voces que se han vuelto hacia el Estado, como si éste pudiese hacer en tiempos de escasez más de lo que hacía en tiempos de abundancia.

Hay quien ve con malos ojos la filantropía, desde luego en nuestras sociedades latinas, demasiado influidas por culturas no exentas de rasgos propios del *ancien régime* con sus consiguientes contrapesos hacia el extremo opuesto. Pero la filantropía es propia de las sociedades sanas y bien estructuradas. Refleja la expresión de una comunidad solidaria más allá de los decretos-ley. Y, desde luego, evoluciona con el contexto, como muestra la vitalidad de los grandes filántropos globales (americanos, australianos, indios, brasileños, británicos) de toda la vida (Carnegie, Buffet, Carter) o procedentes de las empresas tecnológicas que han acabado dominando el panorama empresarial en las décadas recientes (Gates, Omidyar -EBay).

Es descorazonador contemplar el páramo filantrópico en nuestro país. Frente a esto, no obstante, cabe consolarse contando los excepcionales casos que se dan. Pero me temo que se gasta más dinero, tiempo y recursos de todo tipo en premios y saraos de todo pelaje o ámbito territorial, sectorial o institucional que en filantropía avanzada. Y es ahora cuando más iniciativas y más originales deberían estar floreciendo, cuando más pasos adelante deberían estar dándose, cuando más estructura civil y comunitaria debería estar generándose para asumir la responsabilidad que el Estado filantrópico se está viendo obligado a declinar. ¿Dónde están los Bill y Melinda Gates españoles? ::

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

MosBuild 2012

Entre los días 2 y 5 de abril de 2012, tendrá lugar, en el recinto ferial Krasnaya Presnya International Exhibition Centre de Moscú (Rusia), la décimo séptima edición de la feria MosBuild dedicada a los sectores vinculados con la construcción, tales como materiales de construcción, sanitarios, maquinaria y herramientas, climatización, domótica, muebles, etc.

MosBuild es la feria de referencia del sector de la construcción en Rusia. De hecho, en la anterior edición, contó con 2.472 expositores, de los cuales un 43,5% fueron rusos y el resto internacionales, procedentes de 68 países, entre los que destacan Alemania, China, España, Italia, Polonia y Turquía. Asimismo, se registraron 104.648 visitantes con un perfil mayoritariamente profesional y con un alto poder de decisión, ya que, aproximadamente, un 60% ocupaba puestos directivos y un 31% eran especialistas o *area managers*.

La feria se celebrará en dos etapas con un breve intervalo de tiempo entre ellas. Durante los primeros días, se focalizará en las novedades de los sectores relacionados con el interiorismo y la decoración.

El mercado ruso se vio afectado por las consecuencias de la crisis global de 2009, cuando el sector de la construcción sufrió notables recortes. MosBuild se configura como la feria que más contribuye a reflotar el sector en Rusia, el cual comienza a dar signos de recuperación. En este sentido, las exportaciones españolas del sector a Rusia alcanzaron los 105,5 millones de euros en 2010, lo que supuso un aumento en las ventas del 33%, un crecimiento significativo si lo comparamos con la caída sufrida en 2009 (51%) ::

	LUGAR	FECHA	ORGANIZA
FERIAS CON PABELLÓN OFICIAL			
Coverings 2012 Sectores: construcción	Orlando (EEUU)	Del 17 al 22 de abril	Contacto: ICEX, Carolina Fernández Infante Tlf: 913 496 315 Correo electrónico: carolina.fernandez@icex.es
Hospitality & Design 2012 Sectores: hábitat	Las Vegas (EEUU)	Del 15 al 17 de mayo	Contacto: ICEX, Beatriz Fontán Oñate Tlf: 913 496 314 Correo electrónico: beatriz.fontan@icex.es
International Contemporary Furniture Fair 2012 Sectores: hábitat	Nueva York (EEUU)	Del 19 al 22 de mayo	Contacto: ICEX, Veruska de Prado Poloni Tlf: 913 496 194 Correo electrónico: veruska.deprado@icex.es

OTRAS FERIAS			
Bauen & Energie Wien 2012 Sectores: construcción	Viena (Austria)	Del 16 al 19 de febrero	Contacto: Messe Wein Tlf: + 43 (0) 1 727 200 Correo electrónico: info@messe.at
Energiesparmesse 2012 Sectores: energías renovables	Wels (Austria)	Del 29 de febrero al 4 de marzo	Contacto: Messe Wels GmbH & Co KG Tlf: + 43 (0) 7242 9392 Correo electrónico: office@messe-wels.at
Feria Internacional de la Cámara de Comercio de Addis Abeba 2012 Sectores: todos los sectores	Addis Abeba (Etiopía)	Del 23 al 29 de febrero	Contacto: Addis Ababa Chamber of Commerce and Sectorial Associations Tlf: + 251 11 5504647 Correo electrónico: Correo electrónico: tradaefair@addischamber.com

OTRAS ACTIVIDADES			
Investour 2012: III Foro de Inversiones Turísticas en África Sectores: financiero, inversiones	Madrid (España)	Del 19 de enero	Contacto: Fitur Tlf: 91 567 81 00 Correo electrónico: investour@unwto.org
VI Exposición de Alimentos y Vinos de España en México 2012 Sectores: vinícola	México D. F. (México)	21 de febrero	Contacto: Cámara Oficial de Comercio e Industria de Valladolid Tlf: 983 370 400 Correo electrónico: cesar.fraile@camaravalladolid.com
Misión inversa-encuentros de distribución en la feria Alimentaria 2012 Sectores: agroalimentario	Barcelona (España)	Del 26 al 29 de marzo	Contacto: Carla Iradier-Federación Española de Industrias de Alimentación y Bebidas (FIAB) Tlf: 914 117 211 Correo electrónico: alimentaria2012@fiab.es

ECONOMISTAS

DESARROLLO Y COOPERACIÓN: NUEVAS TENDENCIAS

Colegio de Economistas de Madrid, n° 129, 2011



Las nuevas tendencias en la teoría, política, instrumentos y agentes de la cooperación al desarrollo son los protagonistas del número 129 de la revista *Economistas*, que, a iniciativa de la ONG Economistas sin Fronteras (EsF) y con el apoyo financiero de la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID), nos ofrece un nutrido grupo de temas para la reflexión y el debate. La teoría del desarrollo comparte hoy ámbitos activos de la investigación económica, a pesar de iniciar su andadura en fecha relativamente reciente y con cierta timidez.

La actividad académica, unida a la experiencia acumulada por el trabajo activo desarrollado por la comunidad internacional, ha derivado en necesarias innovaciones en materia de políticas públicas de cooperación al desarrollo. Éstas buscan, entre otros fines, erradicar la pobreza y la desigualdad en el mundo que habitamos - propósito último recogido en los Objetivos de Desarrollo del Milenio- y aumentar la eficiencia, coherencia y coordinación de la ayuda -recogido en acuerdos internacionales suscritos también por España, como la Declaración de París para la Efectividad de la Ayuda (2005) y el Programa de Acción de Accra en 2008.

En el ámbito instrumental y de actores, en los últimos tiempos, hemos sido testigos de dos importantes tendencias: la incorporación de modalidades innovadoras de financiación al desarrollo, como la acontecida en nuestro país con la creación del Fondo para la Promoción del Desarrollo (FONPRODE) en 2010; y la apertura a la participación -tanto desde la perspectiva de los donantes como de los receptores de ayuda- de otros agentes no tradicionales, gran parte de ellos pertenecientes al ámbito privado.

En definitiva: *Economistas* nos brinda una estupenda oportunidad para conocer las tendencias que, en los ámbitos de la economía del desarrollo, la política y la prácticas de la cooperación internacional al desarrollo, se encuentran hoy en vigor ::

Verónica López Sabater

Televés inaugura nueva sede en Alemania

La compañía Televés empezó a desarrollar su actividad en 1958 desde su sede en Santiago de Compostela. Se trata de una empresa dedicada a dar soluciones para la recepción de señales de radio y televisión mediante antenas y una variada oferta de productos electrónicos.

El pasado mes de octubre, la filial de la compañía en Alemania inauguró sus nuevas instalaciones ubicadas en la ciudad de Köngen, en el Estado de Baden-Württemberg. Esta inversión se realiza en línea con el cumplimiento del plan de expansión internacional del grupo en el que la filial germana desempeña un papel fundamental.

Las nuevas instalaciones de Televés Deutschland GmbH -nombre oficial de la filial alemana- mejoran ampliamente las anteriores y permitirán a la compañía consolidar su crecimiento en el mercado alemán, en Austria y en Suiza. Además, proporcionan el soporte necesario desde el que Televés pretende expandir

su negocio hacia el centro y el este de Europa, zonas con un amplio potencial de crecimiento.

En cuanto a las características de la nueva sede, destaca la mejora, tanto en espacio como en calidad, respecto a las antiguas instalaciones, ya que la nueva parcela dispone de 6.000 m², lo que supone más del doble de la superficie que tenía la antigua sede. La empresa utiliza 3.000 m² para el almacén y otros 600 para las oficinas y los servicios de atención al cliente. Además, las nuevas instalaciones disponen también de una sala de formación con capacidad para 25 personas.

En la actualidad, la Corporación Televés emplea a 750 trabajadores y su cifra de ventas alcanzó los 192,5 millones de euros en el ejercicio 2010. Las ventas de la filial alemana aumentaron un 12% en 2010 y, tras las recientes inversiones de mejora, su objetivo es lograr un crecimiento de sus resultados por encima del 15% en los próximos años ::

América Latina y el Caribe atraen importantes flujos de inversión en el primer semestre

La inversión extranjera directa (IED) en América Latina y el Caribe registró un notable incremento en el primer trimestre del año dando continuidad a la senda de crecimiento de 2010, de acuerdo con la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Así, los flujos de entrada de IED en 18 economías latinoamericanas y caribeñas experimentaron un crecimiento interanual del 54% en los seis primeros meses de 2011. Según la CEPAL, este año podría alcanzarse un nuevo récord histórico en las entradas de inversión extranjera en esta región.

El dinamismo registrado por muchas economías de la región, junto con los elevados precios de las mate-

rias primas, han respaldado la apuesta de los inversores extranjeros por América Latina y el Caribe.

Es destacable el comportamiento favorable del mercado brasileño, que, entre los meses de enero y agosto, recibió 44.000 millones de dólares de inversión extranjeras (un 157% más que un año antes) fruto de nuevas aportaciones de capital, así como de préstamos entre empresas.

Con todo, existen elementos de incertidumbre en cuanto a la financiación de inversiones y a la evolución de las economías regionales ligados a la crisis de deuda soberana en la zona euro, al dilema fiscal estadounidense y a la volatilidad en los mercados financieros ::

Xopie, la empresa de creación de tiendas online, desembarca en América Latina

Llega a América Latina Xopie, la plataforma de comercio online que permite construir un negocio en internet. Fundada en 2008 por dos emprendedores compañeros de estudios, ofrece sus servicios, actualmente, a más de 9.000 tiendas.

La empresa ofrece básicamente un servicio de *hosting* para crear tiendas virtuales por parte de cualquier persona que quiera montar un negocio online, lo cual supone una útil herramienta para emprendedores, ya que proporciona, a un precio asequible, la capacidad de difusión de productos.

Su proceso de expansión fuera de España comenzó en agosto de 2011 asociándose con un grupo de jóvenes emprendedores argentinos que desarrollaban actividades dentro del mundo de internet, que lograron de esta forma poner un pie en Sudamérica. Actualmente, cuentan con un grupo de cinco personas en Argentina, que trabajan activamente en la venta de su producto en América Latina, donde ya empiezan a tener clientes. La elección de este país como punto de partida se debe a que se trata de uno de los



[Stockphoto/Thinkstock.

mercados con mayor penetración de internet en la región, así como al hecho de que, actualmente, el peso argentino sea una de las divisas aceptadas para el pago en las plataformas.

Xopie puede ser usado por cualquier persona o empresa que quiera vender por internet, tenga o no stock propio. Para crear la tienda virtual no se necesitan conocimientos de diseño web o técnicos. Se crea de una forma sencilla y funciona las 24 horas durante todos los días del año. Además, permite llegar a mercados ubicados en cualquier parte del mundo.

En cuanto al coste del servicio, el pago se realiza en concepto de arriendo de la plataforma en lugar de pagar un porcentaje sobre las ventas que se realizan.

Los clientes de Xopie son todo tipo de empresas pudiendo encontrarse así toda clase de productos. Entre los más comunes, están los supermercados, almacenes, indumentaria, libros, electrónica, bebidas, artesanías, regalos, juguetes, perfumes y cosméticos, entre otros.

En el año 2010, la empresa fue galardonada con el premio Vivero de Simo Network ::

Editec se expande a Chile y Polonia

El grupo Editec es un *holding* empresarial con origen en el sector de la construcción que, desde su constitución en 2005, ha evolucionado ampliando sus líneas de negocio. Actualmente, cuenta con diferentes divisiones, como la de edificación y obra civil, reformas e interiorismo y medioambiente.

Tras realizar varios acuerdos para el desarrollo de proyectos de energía renovable en Brasil, la dirección de Editec continúa avanzando en la primera fase de desarrollo internacional de la compañía mediante la apertura de las nuevas filiales en Chile y Polonia.

La nueva filial de Editec en Chile, inaugurada el pasado 20 de octubre, cuenta con sede en Santiago de Chile y estará dirigida por el ingeniero Walter Trifiletti. Este proyecto nace con el objetivo de trabajar en el nuevo Plan de Infraestructuras y Desarrollo, impulsado por el Ministerio de Obras Públicas y el Ministerio de la Vivienda de Chile, mediante la construcción de infraestructuras básicas a través de concesiones. Por otra parte, Editec Chile tratará de comercializar en el

país andino el uso de sus técnicas innovadoras para la transformación del suelo y la explotación de los recursos naturales.

El elevado crecimiento económico registrado en los últimos años en Chile, junto con la estabilidad política, han sido factores determinantes en la decisión de llevar a cabo este proyecto. Además, el sector de la construcción tiene un peso considerable en el PIB de Chile.

La apertura de la nueva filial en Polonia se realiza bajo la dirección de Carlos Sivila. El proyecto Editec Polonia busca introducirse en un mercado que, desde su incorporación a la Unión Europea, ha tenido un elevado índice de crecimiento en edificación residencial y obra civil.

Por otra parte, Editec Polonia tratará de explotar el potencial del sector energético en este país debido al incremento que ha experimentado la demanda en estos últimos años y a la necesidad de cumplir con los requisitos en materia de política medioambiental exigidos por la Unión Europea ::

Alianzas estratégicas españolas como clave del éxito en megaproyectos internacionales

Las integraciones y alianzas de empresas españolas para disputar concesiones de infraestructuras internacionales están demostrando ser un factor clave de éxito, lo que permite al sector español de la construcción capear el derrumbe de la demanda de proyectos de obra pública a nivel nacional.

Si bien son numerosas las experiencias positivas experimentadas por empresas en solitario (las últimas en Chile, Colombia y Marruecos), cuando hablamos de empresas de mediano tamaño especia-

lizadas en obra civil, la suma de recursos propios a través de consorcios estables les faculta para poder competir en grandes proyectos internacionales de construcción. El último éxito viene de la mano de un consorcio formado por cuatro empresas valencianas, al cual le ha sido adjudicado un proyecto en Arabia Saudí de la empresa estatal Aramco, la mayor petrolera del mundo por reservas de crudo y producción de gas licuado y uno de los mayores inversores en infraestructuras del país. Esto viene a confirmar la confianza que tiene

Arabia Saudí en las empresas españolas dando continuidad a la reciente adjudicación del mayor proyecto ferroviario del momento a empresas de nuestro país: la línea de alta velocidad entre Medina y La Meca, valorada en 6.735 millones de euros.

Esta tendencia responde al mensaje lanzado por el Gobierno sobre la importancia que tienen las fusiones y alianzas en la puja internacional de proyectos, las cuales adquieren especial relevancia cuando hablamos de empresas medianas ::

Chile, un mercado en crecimiento y expansión

Chile prevé alcanzar un crecimiento en torno al 6,5% este año y lidera la clasificación de países latinoamericanos en cuanto a facilidad para hacer negocios, según el informe *Doing Business 2012* del Banco Mundial, situándose asimismo en el puesto trigésimo noveno de entre un total de 183 economías consideradas.

Chile ha conseguido posicionarse estratégicamente como vía de entrada a América Latina dando confianza a los inversores extranjeros a través de una política macroeconómica responsable y austeridad en sus políticas fiscales. Además, mantiene acuerdos comerciales con 58 países, que representan el 90% del PIB mundial. En este sentido, destacan los acuerdos suscritos con la Unión Europea, Estados Unidos, Corea del Sur, China, Mercosur, México y

Canadá, entre otros, lo que le da acceso a un mercado de más de 4.200 millones de consumidores.

Este país latinoamericano espera recibir inversiones por valor de 48.515 millones de euros entre 2011 y 2015, que se destinarán a distintos proyectos, teniendo en cuenta que los cinco sectores prioritarios para la captación de inversión extranjera son minería, forestal, agricultura y agroindustria, pesca y acuicultura y turismo.

Para ampliar el atractivo del país ante los inversores extranjeros, actualmente se encuentra en trámite un proyecto de ley para facilitar la constitución de sociedades reduciendo los trámites a un solo día y para conseguir agilizar la tramitación de permisos de edificación, sanitarios, ambientales y aduaneros ::

AF Mercados desembarca en Arabia Saudí

La empresa española AF Mercados, consultora de energía filial del Grupo AF, de nacionalidad sueca, asesora a las autoridades y organismos saudíes en proyectos clave del sector eléctrico y actúa como intermediaria para empresas europeas interesadas en las oportunidades de negocio existentes en la región.

La consultora energética con sede en Madrid, que actualmente cuenta con una plantilla de 70 trabajadores, ha creado una filial en Riad, capital de Arabia Saudí. La nueva filial nace para actuar como puente para las empresas europeas, en general, y españolas, en particular, interesadas en entrar en el mercado de Oriente Medio. AF Mercados está valorando el impacto de los cortes de suministro eléctrico sobre la actividad económica del país, mientras que, en el sector de generación, está diseñando el

régimen técnico-económico de prestación de servicios complementarios (control de tensión y frecuencia y reposición del servicio).

En los últimos años, AF Mercados ha aumentado el número de países en los que desarrolla sus proyectos. Recientemente, fue seleccionada por la Unión Europea y el Ministerio de Cooperación Internacional de Egipto para el desarrollo y modernización del sector eléctrico nacional en este país. Asimismo, ha sido elegida para realizar el proceso de privatización en Nigeria de empresas del sector eléctrico.

También, y cada vez más, la consultora realiza proyectos para clientes privados con financiación propia, principalmente, en Europa, como la italiana ENEL -con la que tiene un contrato marco-, Gas Natural-Unión Fenosa, Enagás o Endesa ::

Sectores con potencial de negocio en el mercado mauritano



[Hemera/Thinkstock]

A pesar de las dificultades ligadas a la seguridad, el mercado mauritano ofrece interesantes oportunidades de negocio en diversos sectores, de acuerdo con el embajador de España en Mauritania Alonso Dezcallar de Mazarredo. Así, destaca el atractivo que ofrecen sectores como el de la construcción, tanto para el diseño y ejecución de obras como para el suministro de materiales y equipos, y el de infraestructuras de transportes, saneamiento, suministro eléctrico y otras a través de proyectos financiados por el Gobierno mauritano y por organismos multilaterales (Banco Mundial, FADES, Unión Europea y otros). Asimismo, es relevante el notable desarrollo que está experimentando el sector de la minería impulsado por los elevados precios internacionales.

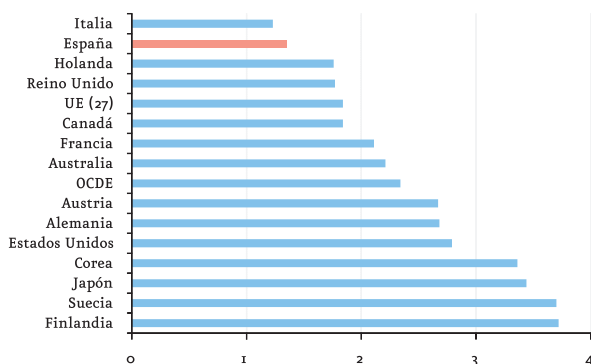
Junto con los mencionados, las energías renovables también han de cobrar mayor importancia en este país africano de cara a alcanzar el objetivo del Gobierno mauritano de que, en 2015, el 15% de la producción energética del país proceda de fuentes renovables.

Por último, el sector agroalimentario está llamado asimismo a registrar un importante avance en los próximos años. Cabe recordar que Mauritania compra al exterior el 75% de los productos que consume y necesita desarrollar la actividad agropecuaria y los procesos agroindustriales en su mercado interno ::

No nos olvidemos del gasto en I+D, por favor

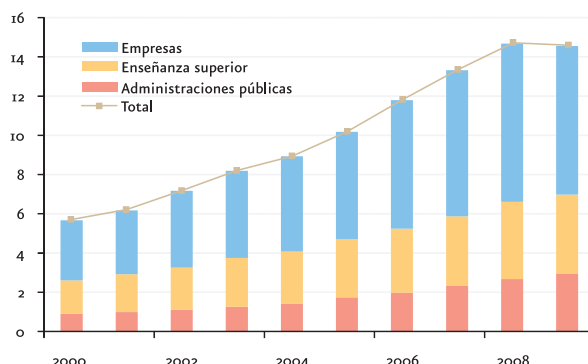
Sara Baliña

Gasto en I+D de los países de la OCDE en 2008
(% del PIB)



Fuente: OCDE.

Gastos en I+D de España por sector de ejecución
(miles de millones de euros)



Fuente: elaboración propia a partir del INE.

No es la primera vez que abordamos en esta sección las asignaturas pendientes que debe cursar la economía española en un futuro inmediato si, una vez superada la crisis actual (llevará tiempo), busca sentar las bases para un crecimiento potencial a medio plazo más equilibrado. El riesgo de estancarse en un punto medio entre las economías altamente innovadoras y aquellas capaces de producir a bajo coste es patente, más cuando, en un contexto como el actual, de consolidación fiscal y reducción al máximo del gasto privado en partidas no consideradas urgentes, amenazan con dejar relegado a un segundo lugar el esfuerzo inversor en investigación y desarrollo.

Aunque, en la última década, España ha destinado progresivamente un mayor porcentaje de recursos a la inversión en I+D+i, todavía se encuentra en una posición de relativa desventaja frente a economías avanzadas de referencia. La importancia económica que tiene España en el conjunto de la UE-27 y la OCDE no se ve correspondida con el peso que presenta el gasto de I+D sobre el PIB y, mucho menos, con los resultados que reporta este gasto, medidos en forma de exportaciones de alta tecnología. Sirva de ejemplo que, en 2008, mientras el gasto en I+D de España apenas suponía el 1,3% del PIB, se aproximaba casi al 2,5% en la media de países OCDE y superaba el 3,5% en economías líderes en este ámbito como las de Finlandia y Suecia.

Por agente inversor -si bien es cierto que el sector empresarial es el que aglutina el grueso de las decisiones en inversión en innovación (en particular, ramas de actividad vinculadas a las energías renovables, las telecomunicaciones o los servicios financieros) con algo más del 50% del gasto agregado-, merece la pena destacar el avance experimentado por las Administraciones públicas, que, en el año 2009, el último para el que tenemos información disponible, ha logrado minimizar el ajuste acometido por las empresas en lo que puede constituir el inicio de una senda de reducción del gasto empresarial preocupante. Sin el más que probable apoyo público, los riesgos de deterioro en los ratios de gasto en I+D+i comparados a nivel internacional son elevados.

Para una economía como la española, con una elevada dependencia energética y perspectivas demográficas negativas, con niveles de productividad estructural todavía reducidos y una acumulación de desequilibrios relevantes tanto en términos de composición de la estructura productiva como de endeudamiento de su sector privado, la respuesta para la reactivación del crecimiento debe abordar el fomento de los factores que inciden en la mejora de la competitividad exterior a medio plazo. El capital en investigación e innovación es uno de ellos ::

Resumen mensual

HIGH YIELD

Entre mayo y octubre, la renta fija *high yield* (RF HY) se ha mostrado muy sensible al incremento del riesgo soberano UME, pero, sobre todo, al deterioro de las expectativas del ciclo económico mundial y, por tanto, de las expectativas de los beneficios empresariales. El efecto conjunto de sendos factores ha sido un significativo repunte de los *spreads*, que, desde las cotas de mayo (400 pb, según el índice Merrill Lynch), han repuntado de forma significativa (hasta 832 pb el 4 de octubre).

Como consecuencia, durante este período, el índice Afi RF HY ha corregido un 10,2%, lo que implica regresar a los niveles de junio de 2010, pero es, todavía, la categoría de activo con más revalorización acumulada desde finales de 2009: 9,6%. Además, la fuerte recuperación del índice Afi RF HY durante el último mes (6,3%), aunque no impide un YTD negativo (-1,5%), sí que muestra el mejor comportamiento relativo dentro de los activos con riesgo (sólo superado por el 0,2% de RF emergentes).

El movimiento al alza en los *spreads* de la renta fija *high yield* ha mejorado de forma sustancial el perfil rentabilidad-riesgo de este tipo de activo, por lo que mantenemos una visión positiva y creemos que es una buena oportunidad para comprar-sobreponderar. Y no sólo como alternativa a la liquidez, sino, lo que puede ser más importante, como sustituto de la renta variable. Es posible que se siga una mayor rentabilidad TAE en los próximos tres años con una considerable menor volatilidad.

David Cano

PREVISIONES DE LA CE: FUERTE DESACELERACIÓN CON RIESGOS DE RECESIÓN

La Comisión Europea ha revisado a la baja el crecimiento para el conjunto de la UE destacando la debilidad prevista para el área euro. Prevé un crecimiento del 0,5% para el PIB del área en 2012, algo por encima de nuestras estimaciones (Afi: 0,3%) y con amplias diferencias entre países: caídas del PIB en Grecia y Portugal del 2,8 y 3%, respectivamente; crecimiento prácticamente nulo en Italia (0,1%) y avances algo inferiores al 1% en Alemania (0,8%), Francia (0,6%) y España (0,7%).

Las previsiones llevan implícitas el estancamiento de la economía del área euro durante el primer semestre de

2012, con caídas trimestrales del PIB en algunos países por el impacto retardado de las condiciones de financiación, el despalancamiento del sector privado y el ajuste del sector público. La recuperación tendrá lugar a partir de la segunda mitad de 2012, asumiendo un escenario de implementación de las medidas necesarias para la gradual resolución de la crisis soberana.

Las previsiones de la CE se encuentran por encima de las nuestras resultando particularmente llamativa la divergencia respecto a las de la economía española (Afi: 0% en 2012). El hecho de que la Comisión no haya tenido en cuenta el potencial impacto de adicionales medidas de austeridad fiscal podría explicar tales diferencias.

Álvaro Lissón

BUEN MOMENTO PARA LOS GARANTIZADOS

Bajo la delicada situación actual de los mercados financieros, son muy pocas las categorías de activos que consiguen obtener una rentabilidad positiva y, en estos casos, el ya de por sí bajo rendimiento es todavía menor en términos del binomio rentabilidad-riesgo debido al alto nivel de volatilidad registrada. Por ello, durante los últimos meses, los fondos garantizados se han configurado como una de las mejores alternativas de inversión, ya que permiten una mejor adecuación al nivel de riesgo deseado por el inversor y gozan de un buen nivel de liquidez.

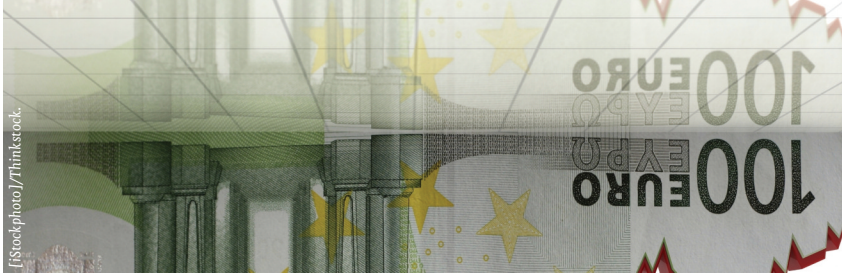
Los fondos garantizados se diferencian en función del tipo de rendimiento y el nivel de garantía clasificándose en garantizados de rendimiento fijo, de rendimiento variable y garantizado parcial. Los primeros son los de mejor comportamiento en los últimos meses de tendencia bajista en los mercados: en lo que llevamos de 2011, han logrado un *outperformance* frente a monetarios y renta fija c/p. Los segundos, habiendo registrado un rendimiento prácticamente plano en los últimos meses, permiten al inversor posicionarse de cara a un futuro rebote. Y el garantizado parcial, híbrido entre los dos anteriores, permite apostar de manera más decidida por el rebote bursátil, la revalorización de algún valor o sector o la apreciación de alguna divisa a cambio de asumir la posibilidad de sufrir una minusvalía, aunque limitada, en el patrimonio.

Javier López Somoza

El post del mes

Sara Baliña

El estancamiento del tercer trimestre, la antesala a la recaída esperada para el cuarto



Los indicadores de sentimiento y actividad no sólo para España, sino también para las principales economías del área euro, vienen alertando desde mediados de agosto de la existencia de riesgos claros de recaída en la recta final del ejercicio. Los nuevos mínimos del actual ciclo en los índices de confianza empresarial (el PMI de manufacturas y servicios, en el umbral de los 40 puntos en octubre) y del consumidor, en el caso español, son sintomáticos del grado de deterioro que vuelve a presentar la demanda doméstica.

Los resultados de la EPA del tercer trimestre del año y los registros de paro y afiliación de octubre, con un balance en ambos casos sustancialmente peor de lo esperado, han servido para elevar las probabilidades de contracción del PIB en el último trimestre del año. El hecho de que empiecen a atisbarse señales de destrucción de empleo en sectores que, hasta el momento, habían sorteado relativamente bien la crisis (empleo vinculado a sector público, empleo femenino y personal doméstico) también ha contribuido a deteriorar nuestras expectativas para la situación económica a corto plazo.

Nunca como en estos momentos, la realización de previsiones ha sido tan incierta, pero es ineludible recalcar los riesgos en los que la economía española está inmersa y, en cualquier caso, tener una línea de referencia para la toma de decisiones inmediatas.

Los resultados de la EPA del tercer trimestre y los registros de paro y afiliación de octubre han servido para elevar las probabilidades de contracción del PIB en el último trimestre del año

Revisamos nuestras previsiones de mercado laboral y evolución del PIB para lo que resta de 2011 y el conjunto de 2012 sobre la base de:

- Un mercado laboral en fase recesiva.
- La intensificación de las restricciones de financiación para el sector privado con motivo del recrudescimiento de la crisis soberana. La persistencia del cierre de los mercados mayoristas amenaza con acentuar y prolongar la restricción crediticia (sin indicios de mejora en las condiciones de oferta de la encuesta sobre

préstamos bancarios para octubre de 2011).

- La necesidad de acelerar las medidas de consolidación fiscal para (i) compensar la más que probable desviación en el objetivo de déficit público fijado para 2011 (estimamos, como mínimo, que el déficit autonómico cierre el año un punto de PIB por encima de lo establecido en el pacto de estabilidad) y (ii) limitar el riesgo de incumplimiento en 2012. En este sentido, pensamos que será la Administración territorial la que lidere la segunda fase de austeridad fiscal.
- El deterioro en las perspectivas de crecimiento para los principales socios comerciales de España (vemos riesgos claros de contracción del PIB en el cuarto trimestre y práctico estancamiento durante el primer semestre de 2012 en Alemania, Francia e Italia).

Lo más destacado: anticipamos retorno a la recesión en los dos próximos trimestres, «crecimiento cero» del PIB en 2012 y mantenimiento de la caída de la ocupación todavía en el próximo ejercicio. Asimismo, rebajamos en dos décimas el crecimiento esperado para 2011 (0,6%) con motivo de la recaída prevista para el cuarto trimestre. Esto no significa que políticas decididas a escala europea y nacional no sean capaces de revertir esta tendencia, pero, a día de hoy, no disponemos de la nitidez suficiente sobre su implementación como para incorporarlas a la elaboración de las previsiones económicas ::

TIPOS DE CAMBIO. DIVISA FRENTE AL EURO

País	Divisa	Código	29/10/2011	Hace 52 semanas	Últimas 52 semanas	
					Máximo	Mínimo
Argentina	Peso	ARS	5,70	5,19	6,08	5,14
Brasil	Real	BRL	2,46	2,24	2,38	2,18
Bulgaria	Lev	BGL	1,96	1,96	1,96	1,96
Canadá	Dólar	CAD	1,37	1,34	1,43	1,28
Chile	Peso	CLP	698,72	634,80	690,47	631,93
China	Yuan	CNY	8,50	8,68	9,67	8,56
Colombia	Peso	COP	2.628,86	2.511,73	2.659,06	2.400,82
Corea del Sur	Won	KRW	1.527,19	1.509,25	1.599,72	1.454,98
EEUU	Dólar	USD	1,33	1,30	1,49	1,29
Hungría	Florín	HUF	309,84	282,12	279,75	263,64
India	Rupia	INR	69,38	59,73	66,18	58,43
Japón	Yen	JPY	103,75	109,05	122,74	107,04
Kenia	Chelín	KES	119,68	105,18	131,66	104,76
Malasia	Ringgit	MYR	4,24	4,12	4,43	3,97
Marruecos	Dirham	MAD	11,18	11,12	11,40	11,11
Nigeria	Naira	NGN	214,76	196,37	230,53	197,16
Perú	Sol	PSS	3,61	3,69	4,21	3,62
Polonia	Zloty	PLN	4,53	4,03	4,09	3,84
Reino Unido*	Libra	GBP	0,85	0,84	0,90	0,83
Rep. Checa	Corona	CZK	25,53	24,98	24,91	23,99
Rep. Sudáfrica	Rand	ZAR	11,15	9,23	9,94	8,79
Rusia	Rublo	RUB	41,65	41,01	40,85	39,17
Suiza	Franco	CHF	1,23	1,30	1,32	1,19
Venezuela	Bolivar	VEB	5,73	5,59	6,40	5,55

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

Fuente: EcoWin

TIPOS DE INTERÉS. NOVIEMBRE 2011

	1 día	3 meses	1 año		1 día	3 meses	1 año
Área euro	0,73	1,58	2,10	Canadá	1,48	1,30	2,25
Dinamarca	0,80	1,40	2,01	Estados Unidos	0,23	0,45	1,47
Reino Unido	0,80	1,11	1,84	Argentina	9,38	12,75	16,13
Suecia	2,15	2,77	2,96	Brasil	11,38	8,21	7,27
Suiza	0,25	0,20	0,28	Chile	5,30	5,34	3,64
				México	4,32	4,43	4,56
Bulgaria	0,41	5,00	6,86	Perú	2,56	4,40	4,89
Rep. Checa	0,69	1,22	1,53				
Hungría	4,70	5,80	5,95	Australia	4,87	4,95	5,42
Polonia	5,29	4,95	4,95	China	3,42**	5,6654	5,2517
Rusia	6,25	7,25	7,70	Corea	3,03*	2,65	2,10
				Hong Kong	0,19	0,30	0,82
Egipto	4,50	6,5	6,75	Indonesia	4,56	4,90	6,55
Sudáfrica	6,25	7,00	7,18	Japón	0,45	1,20	1,55
Turquía	12,50	12,50	13,00	Singapur	0,04	0,44	0,63

* A una semana. ** Tipo Repo Overnight.

Fuente: EcoWin y Reuters.

«RATINGS» A LARGO PLAZO EN MONEDA EXTRANJERA. NOVIEMBRE 2011

País	MOODY'S	S&P	País	MOODY'S	S&P
AMÉRICA LATINA Y CENTRAL			ÁFRICA Y ORIENTE PRÓXIMO		
Argentina	B3	Bu	Egipto	B1	B+
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+			
EUROPA DEL ESTE			ASIA		
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 & Poor's.

INDICADORES MACROECONÓMICOS EUROPA. NOVIEMBRE 2011*

	PIB ¹			Inflación ¹			Tasa paro (%) ²			Saldo público sobre PIB ²			Balanza corriente ³		
	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)
UNIÓN EUROPEA 27															
Alemania	3,7	2,9	0,8	1,1	2,3	1,8	7,1	6,4	6,0	-3,3	-2,0	-1,2	187,0	187,0	178,0
Bélgica	2,3	2,3	1,0	2,2	3,4	2,3	8,3	7,9	7,8	-4,1	-3,7	-4,2	6,9	4,4	3,2
España	-0,1	0,7	0,5	1,8	3,1	1,6	-64,2	-58,0	-50,3	-9,2	-6,3	-5,3	-64,2	-58,4	-49,3
Francia	1,4	1,6	0,7	1,5	2,1	1,6	9,7	9,5	9,2	-7,0	-5,8	-5,3	-44,7	-69,5	-64,5
Irlanda	-0,4	1,2	0,6	-1,0	1,5	1,0	13,7	14,6	14,0	-32,4	-10,5	-8,8	1,0	-0,7	0,5
Italia	1,2	0,6	-0,2	1,5	2,7	2,0	8,4	8,4	8,2	-4,6	-4,0	-3,2	-70,9	-88,8	-67,6
Países Bajos	1,6	1,7	0,5	1,3	2,3	1,8	4,5	4,2	4,0	-5,4	-3,7	-2,3	51,2	59,6	56,5
Polonia	3,8	4,0	2,8	2,6	4,1	2,9	9,6	9,3	8,8	-21,9	-23,4	-22,1	-21,9	-23,4	-21,2
Reino Unido	1,8	1,0	1,1	3,3	4,5	2,8	7,8	8,0	7,8	-10,4	-8,6	-7,0	-56,7	-35,4	-26,9
Bulgaria	0,2	2,0	2,2	2,4	4,1	3,3	10,2	9,4	8,5	-0,6	-0,5	-1,2	-0,6	0,2	-0,6
Rumanía	-1,3	1,9	1,9	6,1	5,9	3,6	7,3	7,2	6,8	-8,1	-7,4	-8,3	-8,1	-7,1	-8,3
Zona euro	1,8	1,6	0,4	1,6	2,7	1,8	10,1	10,0	9,7	-6,0	-4,3	-3,5	-55,9	-78,8	-51,7
UE-27	1,9	1,6	0,7	1,8	2,9	2,0	9,6	9,5	9,1	-6,4	-4,7	-3,8	-22,1	-23,4	14,8
OTROS PAÍSES EUROPEOS															
Rusia	4,0	4,1	3,5	8,8	6,8	6,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	70,3	90,1	57,2
Suiza	2,7	1,8	0,7	0,7	0,4	0,1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	82,5	88,6	82,7
Turquía	9,0	7,2	2,4	8,6	6,3	8,2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-47,7	-76,1	-60,1
Europa Este ⁴	4,5	4,3	3,3	6,6	6,4	6,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-16,9	-22,7	-41,2

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

² Dato actualizado semestralmente.

⁴ 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.

¹ Tasa de crecimiento anual.

³ Miles de millones de dólares.

Fuente: Consensus Forecasts, Comisión Europea y elaboración propia.

INDICADORES MACROECONÓMICOS AMÉRICA. NOVIEMBRE 2011

	PIB ¹			Inflación ¹			Balanza corriente ²		
	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)
AMÉRICA									
Argentina	9,2	8,5	3,5	10,9	10,1	10,4	3,0	-1,3	-6,0
Bolivia	4,1	4,4	3,9	7,2	6,8	5,9	0,8	1,0	0,8
Brasil	7,5	3,0	3,5	5,9	6,5	5,5	-47,4	-53,0	-72,9
Chile	5,2	6,3	4,6	3,0	3,8	3,4	3,8	-1,2	-3,5
Colombia	4,3	5,1	4,4	3,2	3,8	3,5	-8,9	-9,0	-11,3
México	5,4	3,9	3,1	4,4	3,4	3,7	-5,7	-21,0	-26,5
Perú	8,8	6,2	5,0	2,1	4,5	3,0	-2,3	-3,1	-4,5
Venezuela	-1,4	2,8	3,1	27,4	28,9	29,3	14,4	26,0	15,9
América Latina	6,3	4,2	3,9	6,6	6,8	6,4	-57,2	-68,2	-96,6
EEUU	3,0	1,8	2,1	1,6	3,2	2,1	-471,0	-467,0	-453,0
Canadá	3,2	2,3	2,0	1,8	2,9	2,0	-49,4	-50,9	-46,1

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

INDICADORES MACROECONÓMICOS ASIA/PACÍFICO. NOVIEMBRE 2011

	PIB ¹			Inflación ¹			Balanza corriente ²		
	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)
ASIA/PACÍFICO									
China	10,4	9,1	8,5	3,3	5,4	3,8	305,4	300,2	294,2
India	8,5	7,4	7,7	10,4	8,3	7,2	-44,3	-54,1	-57,9
Japón	4,1	-0,4	2,1	-0,7	-0,3	-0,2	196,2	136,2	151,5
Corea del Sur	6,2	3,7	3,8	3,0	4,0	3,2	28,2	22,3	21,5
Asia / Pacífico	7,0	4,5	5,2	2,6	3,6	2,7	596,8	515,0	507,1

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

Fuente: Consensus Forecasts.

Fuente: Consensus Forecasts.

COMERCIO EXTERIOR POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. ENERO-SEPTIEMBRE 2011

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros
Andalucía	16.678,3	10,5	25,3	21.637,5	11,2	26,9	-4.959,2
Aragón	7.401,2	4,7	21,3	5.876,2	3,0	13,7	1.525,1
Asturias	2.846,6	1,8	15,2	3.050,1	1,6	15,2	-203,5
Baleares	602,6	0,4	-5,8	1.196,5	0,6	9,5	-593,9
Comunidad Valenciana	14.727,5	9,3	11,5	15.502,3	8,0	8,2	-774,8
Canarias	1.765,7	1,1	22,9	3.330,7	1,7	0,2	-1.565,0
Cantabria	1.987,4	1,3	18,6	1.502,4	0,8	2,9	485,0
Castilla-La Mancha	2.902,5	1,8	22,3	3.699,4	1,9	-1,5	-796,9
Castilla y León	9.272,8	5,9	18,7	7.739,9	4,0	18,1	1.533,0
Cataluña	41.097,6	26,0	16,3	53.774,8	27,8	9,4	-12.677,2
Ceuta	0,1	0,0	50,0	283,6	0,1	39,1	-283,5
Extremadura	1.064,2	0,7	13,1	753,0	0,4	3,1	311,2
Galicia	12.492,8	7,9	13,6	10.330,1	5,3	5,9	2.162,7
Madrid	18.108,2	11,4	18,2	38.247,5	19,7	3,3	-20.139,4
Melilla	2,6	0,0	-18,0	115,9	0,1	22,6	-113,3
Murcia	3.977,3	2,5	9,5	7.030,9	3,6	30,9	-3.053,6
Navarra	6.158,3	3,9	12,9	3.884,9	2,0	17,7	2.273,4
País Vasco	15.264,7	9,6	18,4	13.153,3	6,8	17,5	2.111,4
La Rioja	1.129,0	0,7	23,2	839,0	0,4	20,0	290,0
Sin determinar	742,4	0,5	84,0	1.757,1	0,9	30,9	-1.014,7
Total	158.221,6	100,0	17,3	193.705,0	100,0	11,2	-35.483,3

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

COMERCIO EXTERIOR POR SECTORES ECONÓMICOS. ENERO-SEPTIEMBRE 2011

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros
Alimentos	22.063,9	13,9	9,6	19.972,3	10,3	12,9	2.091,6
Productos energéticos	10.224,4	6,5	56,0	41.372,1	21,4	29,4	-31.147,7
Materias primas	4.347,6	2,7	34,8	8.421,7	4,3	28,6	-4.074,1
Semimanufacturas no químicas	19.672,2	12,4	19,4	15.036,5	7,8	15,2	4.635,7
Productos químicos	22.197,9	14,0	5,3	28.388,4	14,7	5,7	-6.190,5
Bienes de equipo	31.455,3	19,9	16,9	34.401,2	17,8	0,8	-2.945,9
Sector automóvil	25.596,6	16,2	17,3	19.802,2	10,2	6,4	5.794,4
Bienes de consumo duradero	2.577,2	1,6	1,7	4.784,0	2,5	-17,6	-2.206,8
Manufacturas de consumo	12.953,9	8,2	10,1	20.113,7	10,4	6,7	-7.159,8
Otras mercancías	7.132,6	4,5	61,4	1.412,9	0,7	92,6	5.719,8
TOTAL	158.221,7	100,0	18,0	193.705,0	100,0	11,1	-35.483,3

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

INTERCAMBIOS COMERCIALES DE ESPAÑA POR ÁREAS GEOGRÁFICAS. ENERO-SEPTIEMBRE 2011

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros
UNIÓN EUROPEA	104.263,1	65,9	14,0	101.089,0	52,2	5,5	3.174,1
ZONA EURO	83.136,9	52,5	10,6	81.878,6	42,3	6,2	1.258,3
Francia	27.868,0	17,6	11,4	21.074,5	10,9	11,1	6.793,5
Bélgica	4.505,2	2,8	20,1	4.786,8	2,5	7,1	-281,6
Luxemburgo	137,5	0,1	15,5	370,1	0,2	12,1	-232,6
Países Bajos	4.574,5	2,9	12,0	7.663,5	4,0	-1,4	-3.089,0
Alemania	16.018,3	10,1	13,0	22.653,3	11,7	8,1	-6.635,0
Italia	12.817,9	8,1	10,2	12.725,7	6,6	4,7	92,2
Irlanda	516,2	0,3	-6,9	2.002,8	1,0	-18,0	-1.486,6
Portugal	12.343,0	7,8	2,1	6.900,4	3,6	13,3	5.442,6
Austria	1.432,3	0,9	26,9	1.392,9	0,7	2,1	39,4
Finlandia	553,4	0,3	40,4	763,0	0,4	-1,8	-209,6
Grecia	1.174,6	0,7	-3,8	369,1	0,2	-6,4	805,5
Eslovenia	353,1	0,2	21,1	172,3	0,1	11,1	180,9
Malta	161,5	0,1	49,9	42,3	0,0	-52,4	119,2
Chipre	174,3	0,1	-31,5	9,7	0,0	8,6	164,6
Eslovaquia	434,9	0,3	33,4	874,3	0,6	-23,3	-439,4
Estonia	72,3	0,0	33,1	78,1	0,0	180,6	-5,7
RESTO UE	21.126,1	13,4	30,1	19.210,3	9,9	2,5	1.915,8
Reino Unido	10.315,2	6,5	22,0	7.792,5	4,0	-2,3	2.522,6
Dinamarca	855,3	0,5	26,2	1.231,3	0,6	-0,6	-376,0
Suecia	1.546,2	1,0	45,6	1.998,4	1,0	19,2	-452,3
Letonia	79,2	0,1	36,9	106,2	0,1	114,8	-27,0
Lituania	139,5	0,1	11,2	180,2	0,1	31,5	-40,7
Polonia	2.658,2	1,7	33,9	2.326,2	1,5	3,5	332,0
República Checa	1.221,1	0,8	9,6	1.770,1	1,1	9,5	-548,9
Hungría	810,6	0,5	22,2	1.256,9	0,8	-3,3	-446,3
Bulgaria	850,2	0,5	278,0	314,4	0,2	22,1	535,8
Rumanía	945,8	0,6	56,0	634,9	0,3	-17,0	310,9
RESTO EUROPA	12.341,7	7,8	34,4	13.871,5	7,2	29,3	-1.529,8
Suiza	3.025,0	1,9	21,9	2.093,7	1,1	7,3	931,3
Noruega	1.365,4	0,9	113,6	1.222,2	0,6	-2,5	143,2
Turquía	3.451,3	2,2	28,1	2.588,5	1,3	15,0	862,8
Rusia	1.864,9	1,2	33,3	6.837,9	3,5	53,8	-4.973,0
Croacia	173,0	0,1	17,3	58,1	0,0	53,2	115,0
AMÉRICA DEL NORTE	6.942,1	4,4	28,4	8.642,2	4,5	18,2	-1.700,1
EEUU	6.079,5	3,8	28,1	7.830,8	4,0	16,9	-1.751,4
Canadá	862,4	0,5	30,7	811,2	0,4	31,6	51,2
AMÉRICA LATINA	8.860,5	5,6	25,3	11.141,6	5,8	23,5	-2.281,1
Argentina	746,9	0,5	28,0	1.532,4	0,8	30,4	-785,5
Brasil	2.006,6	1,3	27,7	2.697,4	1,4	18,7	-690,8
México	2.188,8	1,4	7,9	2.622,6	1,4	23,8	-433,8
RESTO DE AMÉRICA	1.875,5	0,1	17,3	1.325,8	0,7	2,2	-1.138,2
ASIA	12.157,9	7,7	18,1	39.123,7	20,2	14,1	-26.965,9
Japón	1.345,5	0,9	29,0	2.424,0	1,3	-7,2	-1.078,4
China	2.457,2	1,6	28,5	14.178,4	7,3	1,2	-11.721,2
Hong-Kong, China	645,9	0,4	23,7	225,0	0,1	5,6	421,0
Corea del Sur	595,5	0,4	8,1	1.234,0	0,6	-2,2	-638,5
India	1.008,8	0,6	18,1	2.131,9	1,1	15,1	-1.123,2
Oriente Medio	4.130,2	2,6	18,1	11.152,7	5,8	38,7	-7.022,6
ÁFRICA	8.426,9	5,3	10,6	17.664,3	9,1	16,8	-9.237,4
Marruecos	3.061,9	1,9	21,6	2.352,2	1,2	14,8	709,7
Argelia	1.748,4	1,1	16,0	4.064,2	2,1	25,6	-2.315,8
Nigeria	201,4	0,1	14,3	4.495,0	2,3	62,0	-4.293,6
Sudáfrica	726,9	0,5	16,6	825,6	0,4	24,6	-98,7
OCEANÍA	1.310,3	0,8	36,1	847,0	0,4	35,0	463,3
SIN DETERMINAR	3.731,7	2,4	33,6	0,0	0,0	-100,0	3.731,7
TOTAL MUNDIAL	158.221,6	100,0	17,3	193.705,0	100,0	11,2	-35.483,3
Pro memoria:							
TOTAL NO UE	53.958,6	34,1	24,1	92.616,0	47,8	18,1	-38.657,4
TOTAL NO ZONA EURO	75.084,7	47,5	25,7	111.826,3	57,7	15,1	-36.741,6
OCDE	123.612,8	78,1	15,5	123.011,6	63,5	6,6	601,3
NAFTA	9.130,7	5,8	22,8	11.264,6	5,8	19,4	-2.134,0
MERCOSUR	2.895,8	1,8	26,9	4.469,5	2,3	21,0	-1.573,7
OPEP	5.922,0	3,7	26,4	21.689,5	11,2	24,4	-15.767,5

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



«Es un tópico, pero es una verdad como una catedral: o salimos de ésta haciendo más Europa o retrocedemos varias décadas»

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

Eurozona socavada

Al término de la segunda semana de noviembre, que es cuando escribo este artículo, la crisis de la eurozona ha entrado en una fase ciertamente delicada. El primer ministro italiano Silvio Berlusconi acaba de dimitir. Se confía en que su sustituto Mario Monti suavice las presiones de los mercados de bonos sobre la deuda pública de este país y, con ello, las muy serias amenazas que pesan sobre la propia integridad de la eurozona. Hay lugar para el escepticismo para que la realidad, nuevamente, acabe superando los más pesimistas de los pronósticos.

El balance al día de hoy de la muy larga fase de tensiones inaugurada por la crisis griega no deja lugar a dudas acerca de la gravedad de la situación. Desde el pasado verano, los mercados de deuda soberana de Italia (por dimensión, es el tercero más importante del mundo) y España se encuentran en el epicentro de un seísmo financiero que, en modo alguno, ha terminado de generar daños. Ahora hay razones más que suficientes para pensar que, si los bonos públicos italianos con vencimiento a 10 años vuelven a cotizar en niveles por encima del 7%, con diferenciales en el entorno de los 500 puntos básicos frente a la referencia alemana, puede precipitarse una crisis de consecuencias difíciles de manejar. La reestructuración forzada de la deuda pública de ese país (1,9 billones de euros) podría originar una cadena de acontecimientos de consecuencias mucho peores que las que desencadenó la quiebra de Lehman Brothers.

Italia podría abandonar el euro y, al recuperar su antigua moneda, hacerlo con un tipo de cambio significativamente depreciado. Los bancos acreedores sufrirían. Desde luego, los italianos, alemanes y franceses, que mantienen posiciones importantes en esos bonos. También sufrirían los ciudadanos y las empresas italianas al traducir sus activos en euros a la moneda

italiana. La desconfianza se extendería sobre la economía de ese país, al menos en una primera fase. A la recesión, le acompañaría el ascenso en el desempleo.

Junto a esos efectos locales, la suspensión de pagos italiana generaría otros sobre el conjunto de Europa que, en modo alguno, serían menores. Desde luego, sobre la deuda pública de aquellas economías consideradas periféricas, España de forma preferente. En realidad, nuestra deuda pública ha ido aumentando su prima de riesgo al mismo ritmo que la de la italiana, aunque con diferenciales significativamente inferiores. Es verdad que los bancos españoles no tienen volúmenes significativos de deuda pública italiana, pero la depreciación de la española provocaría problemas adicionales a los ya existentes.

Con todo, el contagio no se quedaría en economías como la nuestra ni sería únicamente de naturaleza financiera. Toda Europa acusaría un ascenso en la aversión al riesgo (desde luego, todas sus empresas financieras) y la recesión dejaría de ser una mera hipótesis. Ausencia de crecimiento económico y paro al alza debilitarían la capacidad política para reorientar la situación. Las propias instituciones europeas, el mercado único, temblarían y, con ellas, la confianza en el proyecto que, desde hace más de medio siglo, ha mantenido unida a una región que es la que más conflictos bélicos ha presenciado.

Es difícil identificar alguna ventaja o algún beneficiario en esta situación. En un escenario tal, los alemanes más intransigentes echarían de menos la posibilidad de ayudar a esas economías con finanzas públicas deterioradas a cambio de una mayor disciplina y, sobre todo, de una mayor integración fiscal y política. Es un tópico, pero es una verdad como una catedral: o salimos de ésta haciendo más Europa o retrocedemos varias décadas ::