empresa global

nº 119 Junio 2012 4€

Turquía

emergente fuerza regional y global

2012

un año clave para la toma de decisiones

Contratación pública en

Polonia

Centros de negocios

un apoyo a la internacionalización de la pyme española

9 771578 345008 00119

GESTIÓN EMPRESARIAL

Proyectos de inversión internacional

EMERGENTES

Desaceleración controlada en China

FINANZAS PERSONALES

Grecia y España en el punto de mira

Empresa Global
Nº 119 (junio 2012)

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.afi.es/egafi

DIRECTOR Javier Paredes

COLABORAN EN ESTE NÚMERO
Yolanda Antón, David Cano, Cristina Colomo, Guillermo Fernández Dono, María Fernández, Pablo Guijarro, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Javier López Somoza, Katarzyna Kuźma, Matías Lamas, Inmaculada Martínez, Emilio Ontiveros, Esther Rodríguez Fernández y Javier Santiso.

CONSEJO ASESOR
Ángel Berges Lobera
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
José María Castellano Ríos
Universidad de A Coruña
Carlos Egea Krauel
Caja Murcia
José Luis Fernández Pérez
Tecnología, Información y Finanzas. Afi y Universidad Autónoma de Madrid
José Luis García Delgado
Universidad Complutense de Madrid
José Manuel González Páramo
Banco de España y Universidad Complutense de Madrid
Emilio Ontiveros Baeza
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
Álvaro Rodríguez Bereijo
Universidad Autónoma de Madrid
Vicente Salas Fumás
Universidad de Zaragoza
Ignacio Santillana del Barrio
PRISA y Universidad Autónoma de Madrid
Juan Soto Serrano
ExPresidente de *Hewlett Packard*
Francisco José Valero López
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
Mauro Guillén Rodríguez
Wharton School of Business
Luis Viceira Alguacil
Harvard Business School
José Antonio Herce San Miguel
Afi y Universidad Complutense de Madrid
Javier Santiso
Profesor de Economía, ESADE Business School

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

PORTADA hof12

DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN
Valle González Manzanas y Daniel Sánchez Casado

DEPÓSITO LEGAL M-34827-2001

ISSN 1578-3456

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

La editorial 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

Perspectivas inciertas

El pasado 23 de mayo de 2012 se celebraron las jornadas semestrales sobre perspectivas económicas y estrategias de mercados de Analistas Financieros Internacionales, en un entorno mucho más complicado al que imperaba en la edición anterior, a finales del año pasado. Y es que la relativa calma que habían venido exhibiendo los mercados financieros en los primeros meses de 2012, se ha visto interrumpida en mayo por dos factores: la inestabilidad política en Grecia y la profundización de la crisis bancaria en España.

La incapacidad de Grecia de formar Gobierno tras las elecciones del pasado mes de mayo cuestiona la capacidad de este país para cumplir con los compromisos adquiridos de consolidación fiscal y reformas acordados en el marco del segundo paquete de rescate. Ello unido a la negativa de la Troika de renegociar el plan de ajuste heleno permite ahora manejar escenarios extremos, hasta hace poco descartados, como una salida de Grecia del euro.

España, y más concretamente su sector bancario, ha sido el otro factor de inestabilidad de los mercados financieros a lo largo de las últimas semanas. El anuncio de las necesidades de recapitalización de Bankia ha sido el detonante de este nuevo episodio en la crisis de la banca española, que coloca al sector en una situación de extrema vulnerabilidad. Y es que si se extrapola el caso de Bankia al conjunto del sector, las necesidades de recapitalización de los bancos españoles serían muy superiores a las que se derivaban de los dos primeros decretos del Gobierno. En este contexto, y ante la incertidumbre que vuelve a reinar sobre la situación real de las entidades financieras españolas, no sorprende que la Unión Europea se haya apresurado a exigir a España un nuevo ejercicio de transparencia para averiguar las necesidades de capital de los bancos.

Sin duda, la valoración de las necesidades y el consiguiente saneamiento y recapitalización de la banca española es condición necesaria para restablecer la confianza de los mercados y permitir que las entidades financieras vuelvan a asumir su papel de canalización del crédito a la economía real. También es importante determinar quien acabará aportando el capital que necesitan los bancos españoles. No parece posible que el Gobierno pueda hacer frente a esas necesidades, habida cuenta de su estrecho margen de maniobra. En los primeros días de junio parecía confirmarse la posibilidad de que dicha financiación pudiera canalizarse directamente a través de la propia Unión Europea, lo que contribuía a relajar la tensión en los mercados, y a estrechar la prima de riesgo de España que a finales de mayo se había disparado por encima de los 540 puntos básicos.

Recapitalizar la banca española es una condición necesaria, pero no suficiente para sentar las bases de la reactivación de la economía española. Desde luego, dicha reactivación implica un equilibrio difícil entre dos objetivos aparentemente contrapuestos: profundizar en la necesidad de saneamiento de las cuentas públicas y evitar que dicho saneamiento agrave el deterioro de nuestra economía, en un contexto de profundad debilidad de la demanda interna. Una de las soluciones para resolver esta ecuación pasa ineludiblemente por Bruselas, y por la necesidad de impulsar medidas que reactiven la demanda de la Unión, amparadas en un esfuerzo presupuestario de todos los Estados miembros y, en particular, de aquellos con mayores capacidades de actuación. La otra consiste en confiar en que las economías emergentes aseguren el relevo en el crecimiento a través del dinamismo de sus demandas internas. Las recientes señales de moderación en el crecimiento de estas economías y el eventual contagio de las dificultadas que atraviesa Europa podría, sin embargo, cuestionar la efectividad de este vía de reactivación ::

:: INTERNACIONAL ::

INFORME PAÍS

Turquía: emergente fuerza regional y global

El país ha experimentado un espectacular crecimiento en la última década y ha conseguido afianzar su protagonismo en el panorama internacional. Sin embargo, la elevada inflación y la extremada dependencia en el capital extranjero son susceptibles de generar desequilibrios macroeconómicos importantes.

Pag. 3

TEMA DEL MES

2012, un año para la toma de decisiones clave

La vuelta a la "normalidad" en los mercados financieros del Área euro durante los primeros meses del ejercicio se ha visto interrumpida por dos elementos: la inestabilidad política en Grecia y las dudas sobre la situación del sistema bancario español.

Pag. 9

OBSERVATORIO EXTERIOR

Contratación pública en Polonia

Polonia sigue siendo uno de los destinos de interés desde el punto de vista del empresariado español. Un crecimiento estable junto con una relativamente buena situación económica, así como una fuerte inversión en todo tipo de infraestructuras crean, sin duda, oportunidades interesantes para las empresas de todo el mundo.

Pag. 15

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

Centros de negocios: un apoyo a la internacionalización de la pyme española

Establecerse en un nuevo mercado es un proceso complejo. Los centros de negocios del ICEX ponen a disposición de las empresas una plataforma que facilita la implantación de nuevas empresas en determinados mercados sin necesidad de contar con una infraestructura propia en el país de destino.

Pag. 18

EMERGENTES

Lectura de los últimos indicadores en China: desaceleración "controlada"

Los últimos datos conocidos sobre la economía china han elevado los temores de una fuerte desaceleración de la actividad, en un contexto en el que la ralentización es cada vez más evidente en las economías avanzadas. Consideramos el actual episodio como una pausa, y no como un punto de inflexión en la senda de crecimiento de China.

Pag. 27

:: EMPRESAS ::

EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN

«Nuestra propia experiencia y red de contactos nos facilita la internacionalización»

Son pocas, muy pocas, las *start ups* tecnológicas españolas que han obtenido una dimensión y alcance internacional, no ya global. Innology Ventures es una incubadora de proyectos creada por españoles que previamente desarrollaron su carrera internacional en grandes corporaciones. Alguno de cuyos proyectos va en camino de adquirir esa globalidad de la que viene adoleciendo, hasta ahora, el emprendizaje español.

Pag. 32

GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

El absentismo tiene un coste

La ausencia de los trabajadores en su puesto de trabajo es una realidad que además de acarrear costes, genera anomalías en los procesos de trabajo claramente negativas para las empresas. El primer Informe sobre Absentismo presentado por Adecco a comienzos del pasado mes de mayo ofrece una visión global del absentismo en las empresas.

Pag. 36

GESTIÓN EMPRESARIAL

Proyectos de inversión internacional

La valoración de proyectos de inversión en otros países incorpora, entre otras, la problemática del tratamiento del riesgo de tipo de cambio. En el presente artículo describimos la metodología recomendada para el análisis de estos proyectos, y una reflexión acerca de la cobertura natural ofrecida por los precios de la energía.

Pag. 40

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

El derecho de separación del socio ante la falta de distribución de dividendos

Pag. 44

:: FINANZAS ::

FINANZAS PERSONALES

Grecia y España, en el punto de mira

Dos elementos interrumpen la vuelta a la "normalidad" en los mercados financieros del Área euro: la inestabilidad política en Grecia y la situación del sistema bancario español.

Pag. 24

NORTE Y SUR

Los Reyes (latinos) de Twitter

JAVIER SANTISO

Pag. 13

ESTRATEGIA GLOBAL

¿Quién tiene un superávit comercial con China?

MAURO GUILLÉN

Pag. 22

MERCADOS FINANCIEROS

Deuda pública: importa el volumen, pero también el crecimiento

DAVID CANO

Pag. 30

HOMO OECONOMICUS

Los premios empresariales

JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 38

PASEO GLOBAL

Alemania vende refugios

EMILIO ONTIVEROS

Pag. 46

Turquía: emergente fuerza regional y global

El país ha experimentado un espectacular crecimiento en la última década y ha conseguido afianzar su protagonismo en el panorama internacional. Sin embargo, la elevada inflación y la extremada dependencia en el capital extranjero son susceptibles de generar desequilibrios macroeconómicos importantes.

Inmaculada Martínez

No resulta difícil quedar sorprendido ante la paradigmática identidad idiosincrática del Estado Turco. De un lado, se encuentra situado en la encrucijada de dos bloques culturales diametralmente opuestos: Oriente y Occidente. De otro, se trata de un Estado constitucionalmente laico gobernado por un partido de corte islamista moderado (Partido de la Justicia y Desarrollo, AKP), mayoritariamente musulmán y en el que se encuentra implantada una economía de mercado.

Pero es la conjugación del binomio democracia-islamismo, la estabilidad política y los éxitos en el plano económico lo que han llevado a muchos a apuntar a Turquía como modelo referente para los países de la Primavera Árabe. No en vano, Turquía se ha erigido como un pivote regional en Oriente Medio. Prueba de ello es la adopción de la función de moderador en los conflictos internacionales de la zona como los de Siria e Israel, EEUU e Irán, Rusia y Georgia y, en menor medida, Israel y Palestina.

Todos estos parámetros evidencian el papel protagónico que está adquiriendo Turquía en el escenario político internacional. Cabe añadir dos

Interior de la mezquita azul, Estambul.
(Sophoto)/Thinkstock

circunstancias más que consolidan el ascenso del país como un actor clave en la coyuntura mundial. Por un lado, su localización geográfica estratégica entre los Balcanes, el Cáucaso y Oriente Medio convierte a Turquía en un corredor energético por el que se distribuye el petróleo y gas entre los productores de la mencionada zona y los consumidores europeos. Por otro, su enorme extensión geográfica y una población estimada en 78

millones le dotan de un peso económico y una capacidad de influencia nada desdeñable.

Desde la llegada al Ejecutivo de Erdogan al frente del AKP en 2002, se ha visto reducida la fuerte influencia que ejercían las fuerzas militares en la vida política del país. Esta "desmilitarización" de la Administración está favoreciendo a una Turquía más democrática. Por el contrario, y paralelamente a este fenómeno, la prolongada permanencia en el Gobierno de Erdogan y la ausencia de una verdadera alternativa política en la oposición, ha derivado en una creciente acumulación de poder en las manos de éste, engendrándose a su vez una polarización del sistema político. El Primer Ministro se está mostrando menos tolerante y más reacio a implicarse en la creación de un consenso político, y parece avanzar hacia un mayor autoritarismo. Una ejemplificación de esta actitud lo constituye su anunciada voluntad de transformar el actual sistema parlamentario en un sistema presidencialista que aumente los poderes del Presidente y garantice su continuidad, lo que ha alimentado los miedos ante la producción de un viraje antidemocrático. Así lo evidencia el Índice de Democracia elaborado por *the Economist Intelligence Unit* del 2011, que califica a Turquía como un régimen híbrido, y la coloca en la posición 88 de un total de 167 países estudiados.

Por lo que respecta a las negociaciones de adhesión a la UE (iniciadas en octubre de 2005) éstas se encuentran en estado de impasse. Entre las principales trabas que ralentizan el avance del proceso se hallan el incumplimiento de algunos estándares políticos y económicos del acervo comunitario y el sempiterno conflicto mantenido con Chipre por la parte norte de la isla, que tomó efecto en su negativa de abrir sus puertos y aeropuertos a los barcos y aviones greco-chipriotas. No en vano, el último informe de la Comisión Europea de octubre de 2011, sobre las políticas de ampliación y el progreso hacia la adhesión a la UE,

Nombre oficial:

República de Turquía

Superficie: 783.562 km²

Capital: Ankara

Otras ciudades: Estambul, Izmir, Bursa, Adana

Situación geográfica: Suroeste de Asia y sudeste de Europa, bordeando el Mar Negro, entre Bulgaria y Georgia, y bañando el Mar Egeo y el Mar Mediterráneo, entre Grecia y Siria

Clima: Templado.Veranos calurosos y secos, inviernos suaves y húmedos. Más extremo en el interior

Divisiones Administrativas: 81 provincias

Población: 79.749.461 (2012 est.)

Esperanza de vida: 72,77 años

Sistema político: República Parlamentaria

Idiomas: Turco (oficial), kurdo y otras lenguas minoritarias

Moneda: Lira turca (TRY)

Fuente: *The World Factbook*.

señaló que los principales retos que deberá afrontar Turquía en 2012 son la falta de libertad de expresión y de prensa (que ha llevado a entablar procesos judiciales contra periodistas y escritores y a ordenar el cierre de numerosas páginas webs), los derechos de las minorías (en especial de los kurdos y alevíes), y la implementación de actuaciones encaminadas a promover la transparencia en el área jurisdiccional y la lucha contra la corrupción. Conjugar todos estos retos en la redacción de la nueva Constitución (que remplace a la existente, aprobada en 1982 durante el gobierno de la Junta Militar que se hizo con el cargo del país tras el Golpe de Estado de 1980) será el principal cometido del Gobierno en esta legislatura. Una tarea no exenta de dificultad, dadas las agudas divergencias con el principal partido de la oposición (el partido Republicano Popular, CHP, de corte secularista y nacionalista) en torno al contenido del texto constitucional.

Asimismo, se está produciendo un viraje en la política exterior turca. Tras haber priorizado durante décadas las relaciones con EE.UU y la UE, Turquía está reanudando sus conexiones con sus

vecinos en Oriente Medio, mediante Acuerdos bilaterales que faciliten el movimiento de personas, bienes y capitales entre los territorios en cuestión, con vistas a consolidarse como un poder dominante en la región y mantener cierto grado de independencia con respecto a Occidente.

Necesaria cautela respecto a las expectativas de crecimiento de la economía turca

La economía turca ha experimentado un boom espectacular durante la última década. El planteamiento acertado de una estrategia macroeconómica, junto con una rigurosa política fiscal y el acometimiento de importantes reformas estructurales (vigentes desde 2002) han permitido a Turquía anotarse un crecimiento medio anual del 5,2% del PIB en los últimos 9 años. Entre los principales logros de las mencionadas políticas se encuentra la consolidación de las finanzas públicas, al reducir el nivel de endeudamiento público del 74% al 39,9% en 2011 y el déficit presupuestario del 10% al 1,3%. De otro lado, el PIB y los ingresos per cápita se han triplicado en el antedicho período.

Estos datos económicos han llevado al economista Jim O' Neill (creador del término BRIC) a acuñar un nuevo acrónimo para denotar a una segunda hilera de estrellas emergentes: los MIST, conformado por México, Indonesia, Corea del Sur y Turquía.

Sin embargo, a pesar de ser una de las economías más vigorosas del momento (con un crecimiento global del 8,5% en 2011), y del fuerte optimismo que suscita entre los inversores extranjeros, la rápida expansión económica esconde unos efectos secundarios susceptibles de ocasionar fuertes desequilibrios macroeconómicos. Uno de ellos es la elevada inflación, que ascendió al 10,4% en 2011 (muy por encima del resto de coetáneos emergentes). El otro, es la extrema dependencia de Turquía en el capital extranjero para impulsar su economía. No en vano, la balanza por cuenta corriente arrojó un déficit de 77.157 millones de dólares (10%) del PIB, el segundo mayor medido en dólares, tan sólo por detrás de EE.UU.

Pero más preocupante es aún el hecho de que el déficit por cuenta corriente se financie con flujos de capital a corto plazo (hacia el sistema bancario y compra de acciones y bonos), que "entra" rápidamente cuando el panorama económico global se manifiesta prometedor y "sale" a la misma velocidad cuando las perspectivas se ensombrecen. Este fenómeno expone a Turquía a los humores cambiantes de los mercados financieros.

Las políticas de bajos tipos de interés de los países ricos han contribuido a exacerbar el problema de los denominados flujos de "dinero caliente", atraídos por las altas tasas de interés de los mercados emergentes, como el turco. Pero la verdadera causa de ofrecer estos tipos elevados de interés es el deficiente ahorro interno, que profundiza la necesidad de recurrir al crédito extranjero para financiar dicho déficit.

Resulta sorprendente como a pesar del boom económico turco, la inversión extranjera directa neta represente tan sólo una pequeña parte de los flujos de capital, y sea todavía más anecdótica la captación de estos recursos para proyectos "greenfield" (de nueva construcción). Algunas respuestas apuntan a la rigidez de su normativa laboral y a la existencia de una regulación empresarial que entorpece las inversiones. A tal respecto, Turquía

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(e)
Crecimiento real del PIB (%)	0,7	-4,8	9,2	8,5	3,5	4,0
Inflación anual (%)	10,1	6,5	6,4	10,4	7,9	7,4
Tasa de desempleo (%)	11,0	14,1	12,0	9,8	9,8	9,6
Balanza por c.c. (mill. US$)	-42	-13	-47	-77	-72	-72
Saldo presupuestario (% PIB)	-1,8	-5,5	-3,6	-1,3	-1,9	-2,2
Deuda Pública Neta (% PIB)	40,1	46,3	43,1	39,9	39,2	36,9

e: estimación; p: previsión

Fuente: *Economist Intelligence Unit.*

se posiciona en el puesto 71 (de un total de 183 economías), en cuanto a facilidad para hacer negocios, de acuerdo con la clasificación del *Doing Business 2012*, del Banco Mundial.

Otro problema adyacente a este déficit exterior es la falta de competitividad de muchas empresas turcas. Su reducido tamaño les impide aprovechar las partes más ventajosas de la regulación, lo que lastra su eficiencia. Ello provoca que sean incapaces de proveer a los gran-des conglomerados empresariales, que encuentran, por tanto, más barato importar. Reducir el elevado déficit por cuenta corriente se ha convertido en uno de los objetivos prioritarios del gobierno, lo que requerirá la implantación de reformas estructurales.

En esta misma dirección ha apuntado la directora gerente del FMI, Christine Lagarde, que ha señalado recientemente la necesidad de lograr una estabilidad macroeconómica y de llevar a cabo una serie de reformas estructurales que creen un clima de negocios más propicio para los inversores y mejoren la competitividad de las empresas.

El crecimiento se desaceleró bruscamente a finales de 2011 (5,2%, según datos del Instituto de estadística turco), debido un debilitamiento de la demanda interna. Por otro lado, las rápi-das variaciones de las posiciones inversoras extranjeras y la brusca depreciación de la lira obli-garon al Banco Central turco a intervenir mediante una política monetaria más estricta. Las últimas proyecciones del FMI apuntan a que la economía turca crecerá un 2,3% para el presente ejercicio de 2012, apoyándose en la debilidad de las condiciones económicas mundiales (en especial del Área euro, principal receptor de las exportaciones turcas) y del impacto de la incertidumbre de los mercados financieros, que afectará a la divisa turca y a la confianza de los inversores. En cambio, esta disminución del ritmo de crecimiento llevará aparejada una reducción de la inflación, estimada en el 8%, y del déficit por cuenta corriente en torno también al 8%.

Relaciones comerciales hispano-turcas

El mercado turco se ha consolidado en los últimos tres años como el noveno destinatario de nuestras exportaciones. La balanza comercial hispano-turca arrojó un saldo positivo para Es-paña de cerca de 1.088 millones de euros en 2011. De esta forma se mantiene la posición de superávit para nuestro país por tercer año consecutivo.

Las exportaciones españolas de mercancías a Turquía totalizaron 4.455 millones de euros en el mencionado ejercicio de 2011, registrando un incremento interanual cercano al 19%. Las principales partidas objeto de exportación en ese ejercicio fueron las siguientes: vehículos automóviles y tractores (27,64% del total); fundición de hierro y acero (8,35%), materias plásticas y sus manufacturas (7,89%), máquinas y aparatos mecánicos (7,87%) y aparatos y material eléctricos (5,67%).

En cuanto a las importaciones españolas procedentes de Turquía, en 2011 supusieron 3.368 millones de euros, experimentando un avance del 9,8%. Nuestras compras al mercado turco presentan una estructura similar a la de las exportaciones, concentrándose en prendas de vestir, no de punto (17,17% del total), prendas de vestir, de punto (16,68%), vehículos automóviles y tractores (16,48%), máquinas y aparatos mecánicos (6,59%), y fundición, hierro y acero (4,85%).

Respecto a la inversión directa de España en Turquía, en 2011 el flujo de inversión bruta en operaciones no "etve" (de tenencia de valores) se situó en los 4.458 millones de euros. De los cuales, en torno al 93% se destinaron a servicios financieros (excepto seguros y fondos de pensión). La metalurgia y fabricación de productos de hierro y acero (2,8 % del total) y la industria química (1,8%) fueron otras de las actividades destinatarias de dicha inversión española en el mercado

«RATING» DEUDA SOBERANA - LARGO PLAZO

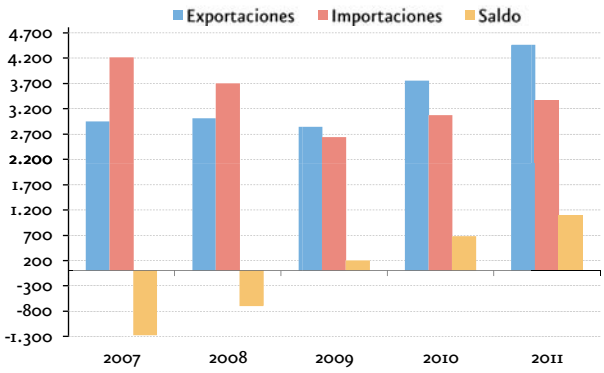
Calificación - mayo 2012	Moody's	S & P
Turquía	Ba2	BB
España	A3	A

NOTAS:
Moody's: de menor a mayor riesgo
L.P.: Aaa, Aa (1,2,3), A (1,2,3), Baa (1,2,3), Ba (1,2,3), B (1,2,3), Caa, Ca. C.P.: P-1, P-2, P-3, Not Prime.

S.&P: de menor a mayor riesgo
AAA , AA(+,-), A(+,-), BBB(+,-), BB(+,-), B(+,-), CCC(+,-), CC, C

Balanza comercial hispano-turca

(millones de euros)



Fuente: *elaboración propia a partir de Estacom.*

turco. El valor de la inversión directa de España en Turquía en 2011 fue tremendamente superior al verificado un año antes, cuando se situó en 232,5 millones de euros.

El flujo inverso, de inversión directa turca en España, en 2011 tan solo ascendió a 363.000 eu-ros. Al comercio al por menor (excepto vehículos a motor) se destinó el 82,2% de la inversión. Otros sectores de inversión de empresas turcas en nuestro país han sido las actividades inmobiliarias (10%) y la industria química (6%).

Al contario de lo que sucedió con la inversión española en Turquía, las empresas turcas invir-tieron menos en 2011 que en 2010 (año en el que el valor de la inversión turca en nuestro país fue de 2,84 millones de euros).

Oportunidades para las empresas españolas

Turquía ocupa una posición estratégica privilegiada, constituyendo un punto de enlace geográfico y cultural entre Europa y Asia. Por otro lado, el mercado turco se caracteriza por ser grande (79 millones estimados para 2012), joven (la mitad de la población es menor de 29 años) y con perspectivas de evolución de la renta per cápita, apoyándose en las optimistas expectativas de crecimiento para la economía turca en los próximos años. Esta última vertiente se en-cuentra favorecida por una consolidada red de infraestructuras y de transporte terrestre, marítimo y ferroviario.

Por estas razones, Turquía presenta excelentes oportunidades comerciales tanto en su mercado interno, como de acceso a otros mercados de más de 1.500 millones de consumidores (Europa, Eurasia, Oriente Próximo y África del Norte).

Tratándose de un mercado que se encuentra todavía lejos de alcanzar el nivel de saturación, Turquía ofrece excelentes oportunidades comerciales y de inversión en prácticamente todos los sectores de actividad. De todos ellos, se consideran prioritarios el sector energético, el de transporte, tecnologías de la información y de la comunicación, automovilístico, farmacia y turismo.

Por otro lado, el ambicioso proyecto del gobierno para 2023 establece como uno de sus objetivos situar a Turquía entre las 10 economías más importantes del mundo. El cumplimiento de dicho objetivo implica una fuerte inversión en el desarrollo de infraestructuras y de transporte (está planificada la ampliación de la red ferroviaria convencional, la construcción de vías de alta velocidad, nuevos puertos, puentes, aeropuertos, hospitales mediante colaboraciones público-privadas) que sostenga y acompase el firme ritmo de crecimiento que está experimentando el país en los últimos años, así como el abastecimiento de la demanda energética. En este sentido, el país ha autorizado la construcción de oleoductos y gaseo-

ductos. Además, en los últimos años se han producido privatizaciones en el sector eléctrico, y se están concediendo licencias para la construcción de parques eólicos, centrales hidroeléctricas y centrales nucleares.

En cuanto al interés desde la óptica de las exportaciones, los sectores de actividad que están liderando las importaciones turcas son: maquinaria, química, bienes semi-terminados y equi-pamiento de transporte.

Además, la existencia de un Acuerdo de Unión Aduanera con la UE, y de un Convenio para evitar la Doble imposición, son factores facilitadores de los flujos comerciales y de inversión de las empresas españolas hacia este mercado ::

PRINCIPALES CAPÍTULOS EXPORTADOS POR ESPAÑA A TURQUÍA (2011)

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
87	Vehículos automóviles; tractores	1.231.805,95	27,64
72	Fundición, hierro y acero	371.853,14	8,35
39	Materias plásticas y sus manufacturas	351.781,69	7,89
84	Máquinas y aparatos mecánicos	350.592,71	7,87
85	Aparatos y material eléctricos	252.794,28	5,67
74	Cobre y sus manufacturas	166.135,02	3,73
99	Conjunto de otros productos	141.713,98	3,18
30	Productos farmacéuticos	135.223,42	3,03
27	Combustible, aceites mineral	126.448,11	2,84
86	Vehículos, material ferroviario	103.952,80	2,33
	Subtotal	3.232.301,10	72,54
	Total exportaciones	**4.455.895,65**	**100,00**

Fuente: *ESTACOM y elaboración propia.*

PRINCIPALES CAPÍTULOS IMPORTADOS POR ESPAÑA DESDE TURQUÍA (2011)

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
62	Prendas de vestir, no de punto	578.138,00	17,17
61	Prendas de vestir, de punto	561.764,06	16,68
87	Vehículos automóviles; tractores	555.129,45	16,48
84	Máquinas y aparatos mecánicos	222.084,21	6,59
72	Fundición, hierro y acero	163.352,27	4,85
85	Aparatos y material eléctrico	131.491,85	3,90
27	Combustible, aceites mineral	103.985,29	3,09
40	Caucho y sus manufacturas	84.765,47	2,52
73	Manufacturas de fundición hierro/acero	66.213,66	1,97
76	Aluminio y sus manufacturas	66.035,07	1,96
	Subtotal	2.532.959,33	75,21
	Total importaciones	**3.368.061,71**	**100,00**

Fuente: *ESTACOM y elaboración propia.*

2012, un año para la toma de decisiones clave

La vuelta a la "normalidad" en los mercados financieros del Área euro durante los primeros meses del ejercicio se ha visto interrumpida por dos elementos: la inestabilidad política en Grecia y las dudas sobre la situación del sistema bancario español.

Departamento de Análisis Económico y de Mercados

El fracaso a la hora de formar gobierno en Grecia tras las elecciones de mayo pone en entredicho su capacidad para cumplir con la agenda de consolidación fiscal y reformas pactada en el segundo programa de rescate. Sobre todo cuando es probable que los partidos con posiciones más extremas salgan reforzados en los próximos comicios. Un factor que, unido a la negativa de la Troika a renegociar el plan de ajuste heleno, deja la puerta abierta ahora más que nunca a la ocurrencia de escenarios extremos para esta economía, entre ellos, un potencial abandono del Área euro.

Una alternativa que todavía no contemplamos en nuestro escenario central, pero cuya probabilidad se ha elevado de forma sustancial en las últimas semanas. La configuración de "cortafuegos" creíbles es clave para evitar un contagio significativo al resto de economías del euro, particularmente a aquellas que se encuentran en estos momentos bajo el escrutinio de los mercados. Un papel más activo del BCE o el refuerzo de los mecanismos de estabilidad europeos son, a día de hoy, elementos necesarios para alterar una dinámica de deterioro en mercados que se agudiza con el transcurso de las semanas.

La revisión de las políticas de austeridad es también bienvenida, sobre todo cuando se pone de manifiesto la incapacidad de las economías rescatadas o de países como España para cumplir con los calendarios de ajuste

[iStockphoto] / thinkstock

fiscal en un entorno recesivo. La extensión de la recaída de la actividad en estas economías al conjunto del Área euro puede no solo acelerar la introducción de estímulos al crecimiento, sino también promover la profundización de las llamadas fórmulas de integración. Entre ellas, dar los primeros pasos hacia la emisión de Eurobonos o bonos emitidos con el respaldo de todos los gobiernos del euro. Un proyecto que todavía se encuentra en su fase inicial, pero del que podríamos contar con novedades en la próxima Cumbre del euro de finales de junio.

La acumulación de dudas sobre la situación de la banca española es un elemento diferencial del actual episodio de estrés en las variables financieras. Las reformas acometidas en el ámbito nacional en los primeros meses del ejercicio no han servido, por el momento, para reducir la incertidumbre. Tampoco contribuye a ello el flujo de noticias de los últimos días, con la revisión de resultados contables y la emergencia de necesidades adicionales de capital en algunas entidades. Más transpa-

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja
La Primera Entidad Financiera de Andalucía

PREVISIONES AFI DE CRECIMIENTO DEL PIB

	PIB (%)					
	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)
Mundo	**2,2**	**-1,4**	**4,7**	**3,2**	**2,9**	**3,2**
Desarrolladas	**0,0**	**-3,6**	**3,2**	**1,6**	**1,2**	**1,4**
EEUU	-0,3	-3,5	3,0	1,7	2,0	2,1
Área euro	0,4	-4,3	1,9	1,4	-0,3	0,8
Alemania	0,8	-5,1	3,6	3,1	1,0	1,5
Francia	-0,2	-2,6	1,4	1,7	0,1	0,9
Italia	-1,2	-5,5	1,8	0,4	-1,7	0,4
España	0,9	-3,7	-0,1	0,7	-2,0	-1,7
Japón	-1,0	-5,5	4,4	-0,7	2,3	1,3
Reino Unido	-1,1	-4,4	2,1	0,7	-0,1	1,0
Emergentes	**6,0**	**2,8**	**7,5**	**6,2**	**5,9**	**6,2**
Brasil	5,2	-0,3	7,5	2,7	3,8	4,0
Rusia	5,2	-7,8	4,3	4,3	3,0	4,0
India	6,2	6,6	10,6	7,2	7,0	7,5
China	9,6	9,2	10,4	9,2	8,2	8,2

p: previsión

Fuente: *elaboración propia a partir de FMI.*

PREVISIONES AFI DE MERCADO LABORAL ESPAÑOL 2012-13

	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)
Ocupación (miles var. anual)	-620	-1.211	-238	-601	-760	-228
Parados (miles var. anual)	1.280	1.119	370	577	739	102
Tasa paro (% media anual)	11,3	18,0	20,1	21,6	25,0	26,6

Fuente: *elaboración propia.*

rencia en los balances bancarios y una evaluación razonable del grado de saneamiento necesario en el sistema son factores que pueden ayudar a despejar definitivamente los interrogantes sobre la situación del sector.

Economía española: un mapa de riesgos con demasiados vértices abiertos

Sin duda, la salud del sistema bancario constituye el principal vértice de riesgo de la economía española a corto plazo. Las subastas a tres años del BCE han logrado limitar las tensiones de liquidez a las que se enfrentaba el grueso de entidades, en un contexto de práctico cierre de los mercados de financiación mayorista. Sin embargo, la recaída de la actividad y la acumulación de activos dañados en los balances han mantenido bajo cuestión la solvencia del sector, pese a las mayores exigencias de saneamiento (incremento de provisiones) derivadas de la aprobación de los RDL de febrero y mayo de 2012. Aun cuando la cartera de crédito promotor y construcción, tanto en situación "dañada" como bajo la modalidad de crédito "normal", pueda considerarse que presenta un grado de cobertura elevado tras los RDL, el principal foco de incertidumbre pasa por el deterioro potencial del resto de la cartera de crédito, sobre la que no actúa la nueva normativa. Nuestras estimaciones cifran los requerimientos adicionales de saneamiento para la cartera de crédito a hogares y empresas no vinculadas al sector inmobiliario en el orden de los 30.000 millones de euros. Una cifra que, de confirmarse, elevaría las necesidades de capital del sistema a 40-50.000 millones de euros más, aunque con un grado de dispersión por entidades significativo.

El que se complete con éxito el proceso de saneamiento y recapitalización bancarios es crucial por dos motivos: el primero, porque supondría romper con el círculo de desconfianza instalado en los mercados entre la calidad de los activos bancarios y la sostenibilidad de las cuentas públicas; el segundo, porque permitiría sentar las bases para que el sistema bancario recuperase su función principal de canalización de crédito a la economía real. Este segundo factor es clave, en un momento en el que el ritmo de consolidación fiscal exigido y la debilidad de la demanda doméstica han devuelto a la economía española a una senda fuertemente recesiva.

Al margen de que, finalmente, pueda acordarse una flexibilización de los objetivos de déficit público para 2013-14, lo cierto es que los escasos avances en materia de saneamiento de las cuentas públicas desde 2009 sitúa en un primer plano la necesidad de contener el nivel de gasto, dadas las dificultades existentes para mejorar la base de ingresos vía aumento de la recaudación. El esfuerzo de consolidación debe recaer, sobre todo, en la Administración autonómica, que es la que concentra casi la mitad del gasto público corriente de España. Las repercusiones de la contención del gasto público sobre la demanda agregada y la ralentización acusada de las exportaciones españolas, al hilo del estancamiento del Área euro, justifican buena parte de la revisión a la baja de nuestras previsiones de PIB para 2012 y 2013. Elevamos a cotas del 2% la corrección para este ejercicio y la situamos en el orden del 1,7% para el próximo. Las mayores tasas de contracción trimestral

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja
La Primera Entidad Financiera de Andalucía

deberían producirse en el último semestre de 2012, coincidiendo con la aceleración de las medidas de ajuste por parte de las regiones. La dinámica del mercado laboral, en consonancia: elevamos a casi un millón de personas la pérdida acumulada de ocupados prevista entre 2012 y 2013 y al 26% la tasa de paro a mediados de 2013.

Posicionamiento en mercados financieros: gestión en 3 'D'

Durante los últimos años, la gestación de la crisis financiera ha estado marcada por varios elementos de inestabilidad, entre los que figuran: la burbuja inmobiliaria, la restricción de crédito, el proceso de consolidación fiscal de los gobiernos, la sostenibilidad de la deuda pública, la pérdida de riqueza de hogares y empresas o el incremento de los niveles de paro estructural. Todos esos elementos y sus interconexiones se pueden resumir en tres ideas, o tres 'D': deflación, desendeudamiento y demografía.

La gestión de activos en el medio plazo será muy dependiente de esos tres conceptos, ya que los ciclos económicos y su frecuencia, la valoración relativa de los activos financieros y los retornos esperados dependerán de ellos. Y es que, después de un periodo anormalmente extenso y alcista tanto en renta variable como renta fija, la política monetaria convencional ha prácticamente agotado su capacidad para reactivar la economía, la capacidad de muchos gobiernos para seguir practicando medidas de estímulo fiscal es casi nula y la vía del endeudamiento privado para generar riqueza es cada vez más onerosa. En consecuencia, esperamos rentabilidades reducidas en los activos financieros y, en particular, en los "activos libres de riesgo", una mayor volatilidad en la cotización de las variables financieras y un mapa de riesgos más abierto.

Dado este contexto, las claves en el posicionamiento recomendado en mercados pasan por seis áreas de mercado; siete si se considera que dicho posicionamiento también puede incorporar el "riesgo divisa". Estas áreas son: deuda soberana, crédito, deuda emergente, renta variable, deuda convertible, gestión alternativa y la anteriormente mencionada gestión del tipo de cambio.

Nuestro posicionamiento respecto a la deuda pública es claro: largos en "riesgo de crédito" y cortos en "riesgo duración". El actual contexto y la rentabilidad real negativa de los activos con un mejor perfil de riesgo de crédito justifican reducir exposición a la deuda de soberanos AAA. Por otra parte, el mercado alcista en tipos de interés que esperamos a medio plazo nos lleva a recomendar reducir el riesgo de duración en las carteras de renta fija. La deuda española a menos de cinco años cumple con ambos requisitos: rentabilidad elevada y riesgo de mercado reducido. Aunque somos conscientes de que la deuda soberana española podría registrar un comportamiento negativo a corto plazo vinculado al proceso electoral en Grecia y a la reforma del sector bancario a nivel nacional, a medio plazo consideramos que debería ser uno de los mejores activos por rentabilidad ajustada por riesgo.

Para los próximos dos meses, nuestro escenario central también pasa por un repunte de diferenciales en crédito euro, tanto en deuda *'investment grade'* como en bonos *'high yield'*. Sin embargo, sigue habiendo valor en determinadas áreas de mercado. Nuestra recomendación pasa por seleccionar compañías de sectores con un bajo nivel de endeudamiento y que muestren un comportamiento positivo en un contexto de tipos soberanos al alza y volatilidades crecientes: salud, consumo no cíclico, servicios, automoción e industria básica, son las principales recomendaciones.

La deuda emergente es un tipo de activo con una alta rentabilidad, reducida correlación respecto a otras categorías de activos y volatilidad similar a las de inversiones alternativas. Nos parece acertada la exposición a países cuya posición en el ciclo global es mejor que la del Área euro y mediante fondos como vehículo de inversión más acertado. Fundamentalmente recomendamos América Latina y Asia, tanto a nivel soberano como corporativo. Alertamos, no obstante, de que durante las próximas semanas su comportamiento pue-

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja
La Primera Entidad Financiera de Andalucía

de estar marcado por las tensiones en los mercados financieros del Área euro.

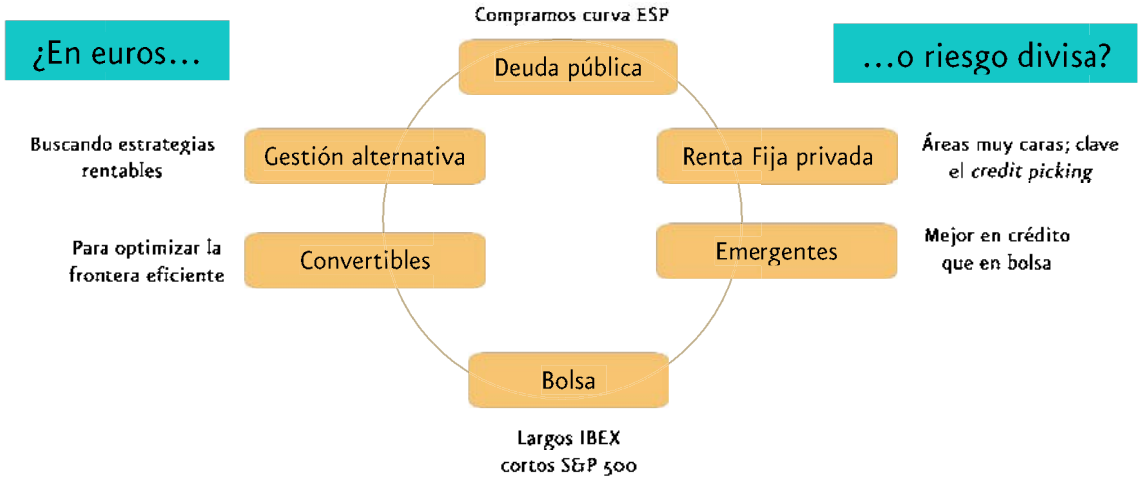
Mejor estrategias relativas que absolutas en renta variable. Recomendamos empezar a comprar IBEX35 y a vender S&P500. El elevado PER ajustado por ciclo de beneficios en las bolsas de EEUU (cerca de 20 veces) en comparación con el IBEX 35 (7 veces), es una medida de cómo de "caro" está el S&P500 en comparación al IBEX35. Si bien es cierto que la fase actual del ciclo es muy diferente en ambos países (mejor en EEUU), esa distancia en valoración relativa nos parece excesiva. De hecho, solo en la crisis de los noventa, llegamos a una situación similar a la actual y tan sesgada a favor del S&P500. La convergencia entre ambos índices en los años siguientes fue evidente y la revalorización del IBEX35 fue prácticamente el doble que la del S&P500.

La deuda convertible es otra de las alternativas de inversión que barajamos. Si bien es cierto que tiene una vinculación estrecha con la renta variable, este tipo de activo es algo más defensivo y puede verse más beneficiado en un contexto de volatilidad creciente, como ha demostrado en los últimos meses. Además, la oferta de este tipo de producto por zona geográfica, por divisa, por *rating* y por tipo de compañía es elevada, lo que permite diversificar en los mismos términos que en renta fija o renta variable.

Por último, la gestión alternativa parece haber retomado la senda de la revalorización en 2012, con una rentabilidad media en el año del 4%. Las estrategias de *"global macro"* son las que preferimos, por su estabilidad en términos de cotización y por la capacidad para mantener rentabilidades elevadas para el partícipe del fondo.

Y en este contexto, el esquema de inversión en divisas también es una pieza fundamental. La concentración de riesgos en el Área euro ha provocado la depreciación de la divisa comunitaria frente a la mayoría de sus cruces. Consideramos que los niveles actuales en el USD/EUR son atractivos para cubrir pagos en USD (apreciación del USD). Esperamos un nivel de llegada a diciembre para el USD/EUR en cotas próximas a 1,26, aunque el riesgo para esta previsión pasa por el desarrollo de más medidas cuantitativas por parte de la Reserva Federal. Por su parte, la apreciación de la GBP, en máximos frente al EUR desde 2009, ha estado precedida por la decisión del Banco de Inglaterra de no extender su programa de compra de activos. Esperamos un freno en esta dinámica y una ligera apreciación del EUR frente a la GBP en los próximos meses. También consideramos probable asistir a una apreciación generalizada de las divisas emergentes frente al EUR ::

NUESTRA PROPUESTA PARA GESTIONAR LA FRONTERA EFICIENTE ACTUAL



Fuente: elaboración propia.

Los Reyes (latinos) de Twitter

América Latina es adicta a la red de Twitter con tasas de penetración en países como Brasil o Venezuela de las más altas del mundo.

Twitter se ha convertido en una de las redes sociales más utilizadas. En 140 caracteres el mundo entero comparte información, ideas, propuestas, o simplemente vivencias. Fundada en 2006, en Palo Alto, cuenta ahora con más de 300 millones de usuarios en total que intercambian más de 140 millones de "tweets" por día, 7.000 por segundo. Hace poco, Twitter estuvo en la portada de todos los periódicos por las inversiones multimillonarias de un príncipe saudí que inyectó 300 millones de dólares en la compañía a finales del 2011, convirtiéndose así en uno de los principales accionistas, justo por detrás del fondo ruso de capital riesgo Digital Sky Technologies con 800 millones de dólares invertidos en Twitter.

América latina es literalmente adicta a esta red con tasas de penetraciones en países como Brasil o Venezuela de las más altas del mundo. En 2011 había más de 55 millones de latinoamericanos enganchados en Twitter, Brasil, México y Venezuela, liderando en número de personas, Uruguay en términos de tasa de penetración. Después de Holanda y Japón (con penetraciones de 26,8% y 26,6% respectivamente), que lideran los rankings de Twitter según ComScore en 2011 viene precisamente Brasil (con una penetración de 23,7%) por delante de otro país emergente (Indonesia con 22%) y Venezuela (21%). Es decir dentro del Top 5 mundial están nada menos que 2 países latinoamericanos (y un total de 3 emergentes; los emergentes lideran el Top 10 mundial con 7 países).

A finales del 2011, exactamente el último día del año, ¿quién lidera Twitter en términos de seguidores? El récord mundial lo detiene una cantante, Lady Gaga, con 17.490.364 seguidores. La cantante colombiana Shakira tampoco desmerece con 12.063.439 seguidores. A título de referencia el propio fundador de Twitter, Jack Dorsey, totaliza 1.804.026 seguidores y Bill Gates 4.939.360. El evento más twiteado en todo 2011 fue el anuncio del embarazo de la cantante Beyonce (969 tweets por segundo), por delante de la captura de Osama Bin Landen (5.106 tweets por segundo) y el tsunami en Japón (5.530 tweets por segundo).

Si nos fijamos ahora en los políticos de América latina ¿quién es el Rey del Twitter en 2011? La respuesta es quizás sorprendente pero quién se lleva la palma del liderazgo twitero es el dirigente venezolano Hugo Chávez con un número abrumador de seguidores,

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

2.409.121 a fecha de 31 de diciembre 2011. A título de comparación el muy popular Presidente brasileño Lula da Silva totaliza 57.287 seguidores y Dilma Rousseff, la sucesora de Lula, 983.635. Después de Chávez el siguiente mandatario latinoamericano con más seguidores es el mexicano Felipe Calderón con 1.293.359.

Los líderes colombianos, chilenos y argentinos, tampoco se defienden mal: el colombiano Juan Manuel Santos totaliza 619.704 seguidores, justo por delante está el chileno José Piñera con 653.656 y por delante la presidenta argentina Cristina Fernández con 777.414 seguidores. La Presidenta de Costa Rica, Laura Chinchilla, cuenta con 82.163 seguidores, lo cuál la sitúa a la cabeza en Centroamérica y en cualquier caso a mucha distancia del presidente Evo Morales con apenas 17.577 seguidores (muy lejos de su mentor Hugo Chávez que le animó engancharse en la red). Con la entrada de Evo Morales, Rafael Correa y Ollanta Humala (parece que la influencia de Chávez se confirma) sólo hay a finales del 2011 dos presidentes del continente latino que todavía no tienen cuenta oficial: el de Paraguay y el de Uruguay.

El número de seguidores poco nos informa sobre la capacidad de influencia de los mensajes obviamente ni la densidad de información. Llama la atención así que twiteros con mucho contenido como Moisés Naím, por ejemplo, tengan "sólo" 21.625 seguidores, muy lejos de su compatriota Hugo Chávez o Lady Gaga. La presencia en Twitter, sin embargo, abre nuevas ventanas de comunicación. El año 2011 cerró con una ranking inédito, a ver que nos prepara entonces 2012. Que sea un gran año twitero! (Por cierto, mi cuenta de Twitter es todavía baja, por si algún lector se anima...) ::

Contratación pública en Polonia

Polonia sigue siendo uno de los destinos de interés desde el punto de vista del empresariado español. Un crecimiento estable junto con una relativamente buena situación económica, así como una fuerte inversión en todo tipo de infraestructuras realizada por las muy diversas administraciones públicas (en parte gracias a los fondos europeos que le corresponden a Polonia en el marco del presupuesto 2007 – 2013) crean, sin duda, oportunidades interesantes para las empresas de todo el mundo.

Katarzyna Kuźma[1]

En este contexto adquiere importancia el mercado de contratos públicos en Polonia. En enero del año en curso, la Oficina de Contrataciones Públicas[1] publicó las estadísticas relativas a la situación en este mercado en el año 2011[2]. De los datos aportados se pueden sacar conclusiones interesantes, también para los empresarios extranjeros que participan o pretenden participar en los concursos públicos en Polonia.

En el año 2011 se iniciaron 172.620 procedimientos de adjudicación de contratos públicos, cuyo valor se situaba por debajo de los umbrales comunitarios (una cifra muy parecida al número de procedimientos de este tipo en el año 2010) y 21.287 procedimientos (frente a los 18.623 procedimientos en el año 2010) cuyo valor excedía de dichos umbrales. Es decir, aumentó el número de los procedimientos grandes, publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea, esto es, aquellos procedimientos por los cuales se suelen interesar las empresas extranjeras.

Construcción del Estadio Nacional, Varsovia.
[iStockphoto]/Thinkstock

De todos los contratos públicos adjudicados, el 25 % corresponde a las obras de construcción, el 37 % a los suministros y el 38 % a los servicios.

La gran mayoría de dichos contratos (81,84 %) se adjudicaron en procedimientos abiertos. Es un

tipo de procedimiento totalmente competitivo, es decir, abierto a todos los sujetos interesados, lo cual, por supuesto, es muy positivo. Sin embargo, hay que tener en cuenta que ciertos contratos que revisten de gran complejidad requerirían, para su correcta y eficaz adjudicación, de un mayor intercambio de posiciones entre el poder adjudicador y el contratista del admisible en el marco de un procedimiento abierto. Por tanto, la Oficina de Contrataciones Públicas, en su propuesta de modificaciones en la Ley Derecho de contratos del sector público del pasado diciembre de 2011[3], propone introducir soluciones que fomenten la aplicación de otros tipos de procedimiento y, en particular, del dialogo competitivo y del procedimiento negociado con publicidad.

En el año 2011, en el 91 % de los procedimientos por debajo de los umbrales comunitarios, el único criterio de adjudicación fue el precio. No disponemos de datos relativos a los procedimientos por encima de dichos umbrales, sin embargo, probablemente el porcentaje de la aplicación del precio como único criterio sea también alto.

Desgraciadamente y a pesar de una extendida discusión en Polonia sobre la necesidad y conveniencia de aplicar, aparte del precio, también otros criterios de adjudicación de contratos públicos, basicamente con el objetivo de garantizar la viabilidad y correcta ejecución del contrato, persiste entre las administraciones públicas la tendencia de adjudicar contratos única y exclusivamente en base a los precios ofertados. Tendencia muy negativa, tal y como se ha demostrado en unas cuantas obras de construcción importantes que no han sido acabadas por el contratista seleccionado por falta de recursos, al haber ofertado precios demasiado bajos.

Los motivos de este tipo de conducta son, en nuestra opinión, bastante prosaicos. Por un lado, los organismos públicos pretenden introducir, lo cual es perfectamente comprensible, politicas de ahorro. Por otro lado y lo que resulta probablemente todavía más importante, el criterio del precio es, sin lugar a dudas, objetivo y muy facil de aplicar.

Aparte de la falta de la cultura de aplicación de criterios distintos al precio, nos encontramos también con las poco precisas reglas referentes a la exclusión de ofertas demasiado bajas, sobre todo en el sentido de la falta de una definición del concepto de precio temerario en la Ley polaca.

Por todo lo anterior, la Oficina de Contrataciones Públicas propone, entre otros, la imposición a la parte pública de la obligación de requerir aclaraciones respecto al precio ofertado en el caso de que (1) el precio contenido en una oferta determinada difiere en más que el 50 % a la baja de la media aritmética de los precios indicados en todas las ofertas presentadas, y/o (2) el precio contenido en una oferta determinada difiere en más del 20 % a la baja del precio contenido en la oferta calificada como segunda según el precio.

Según la antedicha propuesta de modificación de la Ley Derecho de contratos del sector público, el poder adjudicador tendrá que rechazar la oferta de un contratista que nohaya contestado al antedicho requerimiento o lo ha contestado de forma insuficiente, es decir, de tal manera que sus aclaraciones no expliquen los bajos niveles del precio ofertado por un determinado servicio, suministro o por la ejecución de una determinada obra de construcción.

Otro dato estadístico muy interesante y, a su vez, quizás sorprendente para un empresario español que inicie su actividad en Polonia, es el número de recursos presentados en los asuntos relacionados con la adjudicación de los contratos públicos en Polonia. En este contexto y para mayor claridad, vale la pena mencionar que la institución encargada de resolver este tipo de recursos en la primera instancia es la Cámara Nacional de Apelación llamada "KIO". (La mayoría de los recursos no pasan a la segunda instancia - un juzgado ordinario civil- por el elevado coste del procedimiento.)

En el año 2011, el número de recursos presentados ante KIO ascendía a un total de 2.820. La conclusión que un contratista puede sacar de este dato, así como de una simple observación del mercado, es que en Polonia las adjudicaciones realmente se suelen recurrir, sobre todo en el caso de los contratos de mayor valor y, por tanto, de mayor interés para los empresarios nacionales y extranjeros.

Por tanto, la preservación de todos los requisitos formales establecidos en la Ley Derecho de contratos del sector público es de suma importancia para presentarse con exito a los concursos públicos en Polonia.

Una tarea que no siempre resulta fácil, sobre todo para las empresas extranjeras. En primer lugar, los procedimientos de adjudicación de contratos públicos se desarrollan – lógicamente – en polaco. En segundo lugar, la Ley Derecho de contratos del sector público es una ley bastante compleja. Además, es una ley muy cambiante, modificada en diversas ocasiones (tal y como hemos mencionado anteriormente, la Oficina de Contrataciones Públicas ya está trabajando en la siguiente reforma de la antedicha ley), con mucha jurisprudencia asociada.

Por tanto, una empresa extranjera que pretenda participar con éxito en los procedimientos de adjudicación de contratos públicos en Polonia, debería, en nuestra opinión, apoyarse en socios polacos de confianza y/o en asesores cualificados y con experiencia. De otro modo, fácilmente puede darse el caso de que el esfuerzo humano, organizativo y, también, económico en la preparación de una oferta se desperdicie por un error o falta formal, en un principio fácilmente evitable o, lo que es todavía peor, en ciertas situaciones el licitante puede ser sancionado con la retención de la garantía provisional por no cumplir con la exigencias de la ley. Desgraciadamente, en la práctica de nuestro despacho hemos observado casos como estos y no siempre hemos podido ayudar, pues la intervención de un abogado ha de ser suficientemente temprana para que este último pueda reaccionar a tiempo y reconducir el asunto.

Resumiendo, el mercado de contratos públicos en Polonia es, sin lugar a dudas, muy interesante y ofrece diversas oportunidades tanto para empresas nacionales como para empresas extranjeras y sus subcontratistas. Sin embargo, a su vez, es un mercado competitivo y exigente en el sentido de requerir de cierta preparación y dedicación, así como de un apoyo profesional de calidad ::

[1] Socia en el despacho Domański Zakrzewski Palinka Sp.k. (Área de Infraestructuras y Energía; e-mail: katarzyna.kuzma@dzp.pl).
[2] www.uzp.gov.pl; un organismo central competente en los asuntos relacionados con las contrataciones públicas en Polonia.
[3] Informator Urzędu Zamówień Publicznych, enero de 2012 - http://www.uzp.gov.pl/cmsws/page/?D;1961.
[4] http://www.uzp.gov.pl/cmsws/page/?D;1950.

Centros de negocios: un apoyo a la internacionalización de la pyme española

Establecerse en un nuevo mercado es un proceso complejo. Los centros de negocios del ICEX ponen a disposición de las empresas una plataforma que facilita la implantación de nuevas empresas en determinados mercados sin necesidad de contar con una infraestructura propia en el país de destino. Además, proporcionan el apoyo institucional y el asesoramiento personalizado de la Oficina Económica y Comercial de la Embajada de España en la ciudad donde están ubicados.

Esther Rodríguez Fernández

No cabe duda de que implementarse en el exterior no es una tarea sencilla, sobretodo cuando se trata de países lejanos y con entornos de negocios muy distintos al nuestro. Para afinar la estrategia empresarial a seguir, en muchas ocasiones, resulta necesario profundizar en cuestiones que requieren un período más o menos largo de estancia en el mercado. Incluso aun cuando se han concretado los aspectos esenciales de un proyecto, su puesta en marcha no suele ser inmediata. Con frecuencia es preciso resolver cuestiones relacionadas con el alquiler del local o la nave, la contratación de los trabajos de acondicionamiento de las oficinas, la solicitud de los oportunos permisos y licencias locales, la constitución jurídica de la empresa, la contratación del personal, los contactos comerciales con potenciales clientes y proveedores y un largo etcétera de tareas. Pasos que requieren estancias prolongadas en el mercado cuyo coste suele ser elevado.

Torres Petronas, Kuala Lumpur.

Hemeraj/Thinkstock.

Reducir estos costes y dotar a las empresas con una infraestructura logística adecuada en el mercado de destino son precisamente los objetivos de los centros de negocios que el ICEX, así como diversos organismos regionales de apoyo a la internacionalización (EXCAL, IVEX y Extenda, entre otros) han puesto en marcha en algunas de sus oficinas en el exterior.

Aunque existen organizaciones privadas que prestan servicios parecidos lo hacen a un coste mayor. Además, no hay que olvidar que contar con una oficina de trabajo en una oficina comercial del ICEX o de un organismo de promoción regional permite beneficiarse de forma más directa de todos los servicios que se prestan en la Oficinas Comerciales. La empresa tiene así a su disposición la abundante información y asesoramiento individualizado (información sobre mercado, oportunidades de negocio, etc.) de las oficinas y profesionales especializados y con amplia experiencia en el mercado objetivo, con capacidad para facilitar los primeros pasos en un entorno desconocido.

Los servicios de los centros de negocios - del ICEX y de los organismos de promoción regional -, así como las condiciones para acceder a los mismos, no son muy distintos, de manera que la descripción que hacemos de esta iniciativa tomará como referencia el programa de los centros de negocios del ICEX.

¿Qué tipo de servicios se ofrecen en los centros de negocios?

Los servicios que puede encontrar una empresa en los centros de negocios son los siguientes: En primer lugar, destaca la opción de alquilar temporalmente despachos (individuales o compartidos, completamente amueblados y equipados), salas de reuniones e infraestructura tecnológica para desarrollar su labor empresarial. Además del equipamiento, los centros de negocio disfrutan de una excelente ubicación, ya que se encuentran en las mejores zonas de negocio de las ciudades.

En segundo lugar, los centros de negocio ofrecen a las empresas servicios personalizados de asesoramiento individualizado, así como apoyo en la gestión de la contratación de servicios logísticos contratados por el usuario, como los relacionados con transporte, traducción, interpretación, mensajería, alquiler de coches, *catering* y soporte administrativo. Las empresas que han utilizado estos servicios también destacan como elemento muy positivo la posibilidad de estar en contacto y compartir experiencias con otras empresas españolas que desarrollan proyectos de internacionalización en ese mismo mercado, y que muy probablemente se hayan enfrentado ya a retos análogos.

¿Qué empresas pueden acceder a los centros de negocios?

El programa de centros de negocios del ICEX se dirige preferentemente a empresas con un proyecto o vocación de implantación en el país, así como a aquellas que quieran realizar una actividad orientada a su internacionalización en el mercado en cuestión.

En caso de que la demanda de este tipo de servicios sea superior a la oferta, el programa prevé una serie de criterios de selección y priorización. Así, en el uso de despachos y puestos de trabajo en zona abierta, tendrán prioridad las demandas procedentes de empresas con un proyecto concreto de implantación o inversión, y aquellas que vayan a llevar a cabo acciones promocionales puntuales integradas en un plan sectorial o en programas sectoriales aprobados por ICEX.

La prioridad de uso de las salas de reuniones y salas de exposición se establecerá teniendo en cuenta el siguiente orden:

- Actividades desarrolladas por las empresas o grupos de empresas, usuarias del centro de negocios.
- Actividades institucionales de alto nivel organizadas por la Administración española.
- Actividades multisectoriales que cuenten con una unidad temática (moda, hábitat, agroalimentarios, etc.) en el marco de un plan global.
- Actividades sectoriales integradas en un plan sectorial específico para ese mercado.
- Actividades sectoriales puntuales.
- Actividades multisectoriales.

¿Cuál es el coste de los servicios proporcionados en el marco de los centros de negocios?

Los usuarios de los centros de negocios deben abonar al ICEX el coste correspondiente al alquiler del despacho, que incluye acceso a internet, impresora, fotocopiadora, fax y llamadas locales. Los costes de las llamadas internacionales se facturan aparte, según el consumo realizado. Cada centro de negocios es competente para establecer las tarifas de sus servicios. Así, el coste del alquiler de oficinas en los centros de negocios del ICEX varía desde los 200 €/mes de un despacho mediano en Guangzhou (China) hasta los 550 € de Bucarest o Dubai.

En cualquiera de las oficinas, los servicios prestados por terceros (intérpretes, traductores, servicios administrativos, azafatas, etc.) se contratarán directamente por el usuario con su proveedor, aun cuando la gestión se realice desde el centro de negocios.

¿Qué condiciones se establecen en el uso de los servicios de los centros de negocios?

En primer lugar, el alquiler de oficinas está limitado a un período de utilización de tres meses, que excepcionalmente podrá ser prorrogado si, a criterio del Consejero Comercial responsable del Centro de Negocios, fuese necesario para concluir la actividad. Para ello, el Consejero Comercial podrá solicitar al usuario información de la marcha de la actividad. El período de la prórroga dependerá de la existencia de usuarios en lista de espera, pero en ningún caso será superior a 3 meses.

Cabe señalar que el horario del centro de negocios y el calendario laboral coincidirá con el vigente de la oficina comercial.

El usuario es además responsable del posible deterioro "por mal uso" que pueda sufrir el material inventariado de las dependencias que utilice. A estos efectos, debe firmar un inventario del equipamiento existente al inicio del período de uso, que será revisado a la finalización del mismo.

Por último, el usuario de los servicios de los centros de negocios se compromete a presentar un informe mensual de la actividad desarrollada y un informe al término de su permanencia detallando las acciones realizadas, las dificultades encontradas y los resultados obtenidos. También deberá informar al Consejero Comercial de la marcha de la actividad, siempre que éste lo solicite. Al finalizar su estancia deberá cumplimentar un cuestionario de valoración de los servicios ofrecidos por el centro de negocios.

¿Cuál es el procedimiento de solicitud?

Los interesados deberán rellenar el formulario de solicitud que está disponible, para cada de uno los centros de negocios, en la siguiente dirección: http://goo.gl/HupBk

Una vez aprobada la solicitud, el centro de negocios correspondiente remitirá al interesado las condiciones, el coste y los plazos de utilización de los servicios requeridos.

¿Dónde están ubicados los centros de negocios?

Los centros de negocios del ICEX están ubicados en mercados con grandes oportunidades, pero que presentan ciertas dificultades de acceso ya sea por el idioma, la escasez o calidad de información o la complejidad administrativa. Hace cinco años tan solo había seis centros de negocios, pero dado el éxito de la iniciativa se han ido abriendo más. Así, actualmente el ICEX cuenta con 16 centros de negocios en Argel, Bogotá, Bucarest, Casablanca, Chicago, Dubái, Estambul, Guangzhou, Kuala Lumpur, México D.F., Moscú, Mumbai, Pekín, Shanghái y Varsovia.

Además, diversos organismos de promoción regional también prestan este tipo de servicios en algunos mercados. En el cuadro se detallan los centros de negocios que poseen en el exterior COPCA, EXCAL, IVEX y Extenda ::

Centros de negocios en el exterior[1]

ICEX
- Argel (Argelia)
- Bogotá (Colombia)
- Bucarest (Rumania)
- Casablanca (Marruecos)
- Chicago (EE.UU.)
- Dubái (E.A.U.)
- Estambul (Turquía)
- Guangzhou (China)
- Kuala Lumpur (Malasia)
- México DF (México)
- Moscú (Rusia)
- Mumbai (India)
- Pekín (China)
- Praga (República Checa)
- Shanghái (China)
- Varsovia (Polonia)

COPCA (Organismo de promoción exterior de Cataluña)
- Buenos Aires (Argentina)
- Casablanca (Marruecos)
- Dubái (E.A.U.)
- El Cairo (Egipto)
- México DF (México)
- Miami (EE.UU.)
- Mumbai (India)
- Pekín (China)
- Sao Paolo (Brasil)
- Shanghái (China)
- Singapur (Singapur)
- Tokio (Japón)

EXCAL (Organismo de promoción exterior de Castilla y León)
- Budapest (Hungría)
- Casablanca (Marruecos)
- Estocolmo (Suecia)
- Lima (Perú)
- Lisboa (Portugal)
- Londres (Reino Unido)
- México D.F. (México)
- Miami (EE.UU.)
- Nueva York (EE.UU.)
- Panamá (Panamá)
- París (Francia)
- San Francisco (EE.UU.)
- Sao Paolo (Brasil)
- Shanghái (China)
- Varsovia (Polonia)

Extenda (Organismo de promoción exterior de Andalucía)
- Budapest (Hungría)
- Londres (Reino Unido)
- Moscú (Rusia)
- Shanghái (China)
- Tokio (Japón)

IVEX (Organismo de promoción exterior de la Comunidad Valenciana)
- Bucarest (Rumanía)
- Casablanca (Marruecos)
- Dubái (EAU)
- Florida (EE.UU.)
- México DF (México)
- Moscú (Rusia)
- Múnich (Alemania)
- Nueva Delhi (India)
- Nueva York (EE.UU.)
- Praga (República Checa)
- Pekín (China)
- Sao Paolo (Brasil)
- Shanghái (China)
- Varsovia (Polonia)

[1] Esta lista no es exhaustiva, pudiendo existir otros organismos con centros de negocios en el exterior. La información sobre los centros de negocios de los cuatro organismos analizados procede de sus páginas web.

¿Quién tiene un superávit comercial con China?

Japón, Corea del Sur y, sobre todo, Taiwán, disfrutan de superávits en la balanza comercial con China.

Hablar de la acumulación de reservas de divisas por parte de China ya es un tópico. El país lleva muchos años disfrutando de un saneado superávit comercial con el resto del mundo. Se estima que China cuenta con un volumen de reservas que se acerca ya a los 3,4 billones de dólares, una cifra verdaderamente espectacular, sobre todo teniendo en cuenta que la segunda economía emergente con mayores reservas es Rusia, y su colchón apenas supera el medio billón. China es desde hace un par de años la mayor potencia comercial del mundo y la que goza de un superávit mayor.

Conviene recordar, sin embargo, que Japón, Corea del Sur y, sobre todo, Taiwán, disfrutan de superávits en la balanza comercial con China, que en algunos años sobrepasan los 100.000 millones de dólares. ¿Qué hacen estos países que no podamos emular los demás? La respuesta a esta pregunta es a un tiempo sencilla y complicada.

En primer lugar, se trata de economías situadas a escasa distancia de los grandes centros manufactureros chinos. El transporte de componentes y bienes intermedios desde Japón, Corea del Sur y Taiwán a China es barato y rápido. Taiwán se ha especializado desde hace décadas en fabricar componentes que empresas de todo el mundo incorporan a los productos de consumo final que ensamblan, sobre todo en sus fábricas chinas. Corea del Sur también participa en este tipo de actividad a lo largo de la cadena de valor. Por ejemplo, Samsung Electronics es uno de los principales proveedores de varios componentes para los populares productos ensamblados por Apple en China.

En segundo lugar, estas tres economías exportan a China maquinaria pesada, bienes de equipo y otros bienes o servicios necesarios para la fabricación de bienes de consumo. Son muchas las empresas coreanas que se benefician de este comercio. Y es el caso también de multitud de empresas de Japón, país que tiene un superávit comercial con China más pequeño que Corea del Sur o Taiwán en términos tanto absolutos como relativos, pero aún así muy significativo.

En tercer lugar, son muchas las empresas de estas tres economías que han decidido establecer plantas de ensamblaje en China. Al hacerlo, inducen flujos exportadores puesto que nunca trasladan todas las fábricas de componentes, dado

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

que no tienen esas inversiones en el país de origen totalmente amortizadas y además prefieren beneficiarse de las economías de escala en producción.

¿Cuál es la moraleja para los países que tenemos déficits comerciales con China? Creo que son tres. Tenemos que estudiar la economía China, identificar los nichos de mercado que podamos aprovechar vendiendo bienes de equipo o servicios producidos a un coste competitivo y una calidad superior. También nos será más fácil tener un superávit si nuestras empresas ensamblan productos finales en China a raíz de un número importante de componentes fabricados en el país de origen. Finalmente, tenemos que convertirnos en proveedores mundiales de las compañías de otros países con plantas de ensamblaje en China, tal y como indica el ejemplo de Apple. Al fin y al cabo, más de la mitad del comercio mundial tiene que ver con bienes intermedios, y una tercera parte se verifica entre las subsidiarias de una empresa multinacional situadas en distintos países. El comercio exterior de China es, en gran medida, un comercio creado y gestionado por empresas multinacionales. Sus decisiones de localización y de suministro de bienes de equipo, componentes y servicios son el factor más importante a la hora de determinar quién consigue tener un superávit comercial con China ::

Grecia y España, en el punto de mira

Dos elementos interrumpen la vuelta a la "normalidad" en los mercados financieros del Área euro: la inestabilidad política en Grecia y la situación del sistema bancario español. El cuadro de mercados en este contexto, de nuevo en situación de máximo estrés.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

Contexto económico

La vuelta a "normalidad" en los mercados financieros del Área euro durante los primeros meses del ejercicio se ha visto interrumpida por dos elementos: la inestabilidad política en Grecia y las dudas sobre la situación del sistema bancario español.

Con respecto al primer punto, el fracaso a la hora de formar gobierno tras las elecciones de mayo pone en entredicho la capacidad del soberano para cumplir con la agenda de consolidación fiscal y reformas pactada en el segundo programa de rescate. Sobre todo cuando es probable que los partidos con posiciones más extremas salgan reforzados en los próximos comicios. Un factor que unido a la negativa de la Troika a renegociar el plan de ajuste heleno (el debate abierto en Europa entre partidarios de un pacto por el crecimiento frente a la alternativa de continuar con las políticas de austeridad, todavía en un estadio muy inicial), deja la puerta abierta ahora más que nunca a la apertura de escenarios extremos para esta economía, entre ellos, un potencial abandono de la divisa única.

[iStockphoto]/Thinkstock.

En relación con el segundo, la acumulación de dudas sobre la situación de los balances bancarios en España ha impulsado una nueva reforma a nivel interno que, en primera instancia, no ha conseguido reducir el nivel de incertidumbre en el mercado. Tres motivos: (i) el incremento de provisiones, eje central de la reforma, se ha centrado en exclusiva en el crédito promotor y constructor, por lo que no se despejan las dudas sobre la situación del resto de la cartera crediticia; (ii) las sociedades de gestión de

activos de nueva creación, a las que debe traspasarse el grueso de activos problemáticos adjudicados, todavía consolidan con la matriz bancaria, por lo que el riesgo inmobiliario sigue presente en las entidades; y (iii) todavía no conocemos las características de las valoraciones independientes que se efectuarán sobre la totalidad de la cartera crediticia del sistema, ni si sus resultados se harán públicos o si de ellos derivarán consecuencias.

Reacción de los mercados

El resultado de todo lo anterior: máximo estrés en las variables financieras y fuerte castigo a las curvas de deuda soberana, incluida la española. Las tensiones de demanda que observamos en las últimas colocaciones del Tesoro, un reflejo del deterioro en un cuadro de mercados que guarda cada vez más similitudes con el episodio de aversión al riesgo de la parte final de 2011, que se cerró con una respuesta institucional a nivel europeo sin precedentes (pacto fiscal, LTROs del BCE, entre otros).

En renta variable, se han observado correcciones generalizadas durante el mes de abril en los principales índices mundiales, en especial, en los selectivos del Área Euro (a excepción del DAX), que vuelven a protagonizar las mayores caídas en el mes, tan solo superados por el índice brasileño. De manera que solo algunos índices emergentes han logrado cerrar el mes en positi-

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN

	Rentabilidades a	
	Abril	2012
RF LP USD	1,6	-0,6
RF CP USD	1,1	-0,8
RF Emergentes	1,1	4,2
Monetarios USD	1,1	-1,9
RF Internacional	0,6	2,1
RV Asia y Oceanía	0,3	10,7
RV Emergentes MENA	0,2	11,7
RF High Yields	0,2	6,3
FI Inmobiliaria	0,0	-0,8
Monetarios Euro	0,0	0,5
Ret. Absoluto Conservador	-0,1	0,9
RF Corto Euro	-0,3	1,4
RV EEUU	-0,4	9,5
Gestión Alternativa	-0,4	0,5
RF Largo Euro	-0,5	3,4
RF Mixta Internacional	-0,6	1,8
RV Sectores Crecimiento	-0,7	10,0
RF Convertibles	-0,7	5,6
Garantizado RF	-0,7	1,6
RV Emergentes Global	-1,0	9,1
RV Mixta Internacional	-1,0	4,1
Garantizado a vto	-1,0	0,6
RV Sectores Defensivos	-1,1	5,3
RV Global	-1,3	6,7
Materias primas	-1,4	0,7
Gestión Global	-1,4	2,0
RV Europa	-1,5	10,7
Garantizado parcial	-1,6	-1,8
RF Mixta Euro	-1,6	0,3
RV Emergentes Eur. Este	-2,0	14,7
RV Japón	-2,3	6,0
FIL	-2,3	-0,3
RV Mixta Euro	-3,3	-0,8
RV Emergentes Latam.	-3,8	6,7
RV Euro	-4,9	2,8
RV España	-9,5	-12,2

Fuente: *elaboración propia.*

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

		Ratios valoración				Ccto BPA (%)			*Market cap* (mill. €)
	Peso actual (%)	PER	P/B	RPD (%)	ROE (%)	2011	2012	2013	
Telefónica	15	7,2	2,0	14,4	27,6	-23,6	5,7	5,1	43.860
REE	11	8,4	2,1	7,7	25,6	17,9	12,4	8,1	4.039
Abertis	11	11,8	2,6	8,8	22,1	8,3	1,8	6,9	8.532
Santander	10	7,1	0,5	13,2	7,6	-29,0	0,0	21,9	42.631
Indra	10	7,2	1,2	8,5	16,1	-15,7	-13,9	9,4	1.245
Técnicas Reunidas	10	12,5	4,6	4,4	36,7	30,1	2,1	6,5	1.711
Inditex	10	21,5	5,6	2,7	25,9	11,5	11,6	12,6	43.047
ACS	9	5,0	1,0	14,7	20,4	1,2	-18,7	17,5	4.386
Grifols	9	27,9	3,5	0,1	12,5	5,5	73,6	29,2	5.567
Ebro Foods	5	12,7	1,2	4,3	9,6	-7,7	6,1	8,6	1.978
Cartera recomendada		11,7	2,5	8,4	21,5	-0,8	7,6	12,1	
IBEX 35		9,0	0,8	8,3	8,9	-20,3	-3,7	23,1	

Fuente: *elaboración propia a partir de Bloomberg.*

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja
La Primera Entidad Financiera de Andalucía

vo, en concreto el CSI 300 chino que, a pesar de no haber registrado un gran comportamiento en el rebote bursátil de inicio de año, gana un 7% en abril.

Al igual que durante los periodos de fuertes correcciones observados en la segunda mitad de 2011, Salud y Alimentación vuelven a erigirse como único refugio desde el punto de vista sectorial. A pesar de sufrir una leve corrección en el mes de abril, el sector de Autos continúa sorprendiendo positivamente dentro de las categorías cíclicas, manteniendo su fuerte revalorización del primer trimestre.

Asset Allocation Recomendado

Ante este contexto macroeconómico y de mercados, llevamos a cabo un rebalanceo de riesgos y comenzamos a mover liquidez. En Renta Variable (23%), reajustamos la cartera en aras de aprovechar el reciente abaratamiento de las bolsas europeas y el consecuente aumento de su valoración relativa frente a los índices estadounidenses o japonés. Así, elevamos el peso de RV Euro (12%) y reducimos la exposición a RV EEUU (5%) y RV Japón (5%). No obstante, mantenemos infraponderadas todas las áreas con respecto al *benchmark*.

Continuamos apostando por RF Convertible como vehículo para complementar la exposición a renta variable, y aumentamos hasta el 9% la inversión en este tipo de activos.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-may-11	30-abr-10	BMK	Afi vs BMK
RV EUR	12	10	17	-5
RV EEUU	5	6	6	-1
RV Emer. Asia	1	1	1	0
RV Emerg. Latam	0	0	1	-1
RV Europa Este	0	0	1	-1
RV Japón	5	6	4	1
Renta variable	**23**	**23**	**30**	**-7**
Ret. Abs. Conservador	0	0	7	-7
Gestión Alternativa	12	14	0	12
Gestión alternativa	**12**	**14**	**7**	**5**
RF Convertibles	9	7	0	9
RF High Yield	8	8	2	6
RF Emergente	8	8	0	8
RF IG CP	4	4	8	-4
RF IG LP	3	3	0	3
RF Largo EUR	4	4	15	-11
RF Corto EUR	12	10	33	-21
RF USD	0	0	0	0
Renta fija	**48**	**44**	**58**	**-10**
Monetarios USD	6	8	0	6
Monetarios GBP	0	0	0	0
Liquidez	11	11	5	6
Mdo. Monetario	**17**	**19**	**5**	**12**

Fuente: *elaboración propia.*

En renta fija, los atractivos niveles en los que cotiza actualmente el tramo corto del Tesoro español, nos lleva a incrementar el peso de RF Corto EUR (12%).

Para equilibrar la cartera tras estas modificaciones, reducimos ligeramente la exposición a Gestión Alternativa (12%) y procedemos a la toma de beneficios en monetarios USD (6%), tras alcanzar en los últimos días el 1,25 USD/EUR y limitar así su potencial de revalorización ::

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja
La Primera Entidad Financiera de Andalucía

Lectura de los últimos indicadores en China: desaceleración "controlada"

Los últimos datos conocidos sobre la economía china han elevado los temores de una fuerte desaceleración de la actividad, en un contexto en el que la ralentización es cada vez más evidente en las economías avanzadas. Consideramos el actual episodio como una pausa, y no como un punto de inflexión en la senda de crecimiento de China. Y es que, a diferencia de EEUU y Europa, el margen para aplicar estímulos desde el frente fiscal y monetario es relativamente amplio.

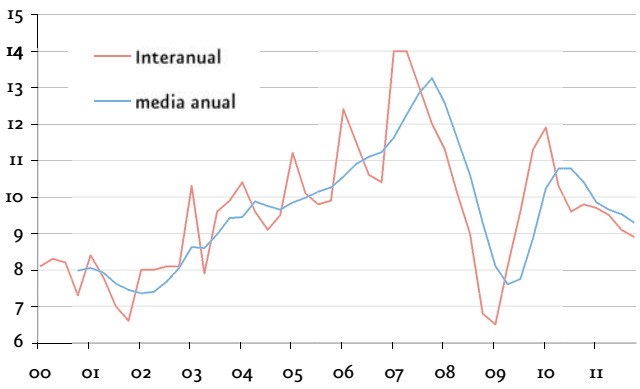
Matías Lamas

La última batería de indicadores ha elevado de forma sustancial los temores de una fuerte desaceleración de la actividad en China. Y no solo por la decepción del PIB del primer trimestre de 2012 (que crece "solo" un 8,1% interanual), sino también por las señales de pérdida de dinamismo de la economía que detectamos en los indicadores adelantados a medida que avanzan los meses intermedios del ejercicio. Las más claras, en el frente industrial (recaída de la producción industrial) y en el sector exterior (el crecimiento de las exportaciones cae hasta tasas inferiores al 5% interanual), pero también en el consumo (continuidad de la senda de moderación en el ritmo de avance de las ventas minoristas).

Sobre estas referencias macro, un matiz: la ralentización de la actividad inmobiliaria, ligada a medidas del gobierno como el endurecimiento de las condiciones para la concesión de préstamos hipotecarios o las limitaciones a la adquisición de viviendas que no constituyan residencia habitual, puede estar detrás de buena parte del deterioro en estos indicadores de coyuntura. De hecho, si atendemos, por ejemplo, a los registros de producción industrial de sectores no vinculados directamente a la construcción, no detectamos todavía una senda de marcada desaceleración.

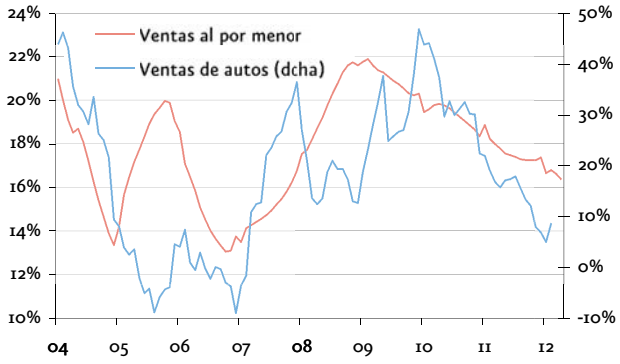
De cara a identificar focos de presión sobre el crecimiento de China, consideramos más relevan-

Crecimiento del PIB en China



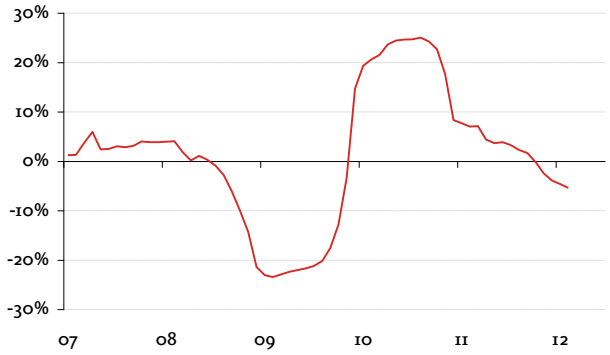
Fuente: *elaboración propia a partir de Datastream.*

Ventas al por menor y de automóviles en China



Fuente: *elaboración propia a patir de Datastream.*

Evolución del precio de la vivienda en China



Fuente: *elaboración propia a partir de Datastream.*

te, a día de hoy, el análisis del entorno internacional, en dos ámbitos: escenarios para el Área euro, tras el rebrote del riesgo sistémico en la región y la intensificación de las tensiones en los mercados financieros a nivel global, y posición cíclica de EEUU.

Sobre el primer punto, descartamos, en nuestro escenario central, la ocurrencia de escenarios extremos. Esto es, no ruptura del Área euro, permanencia de Grecia en la divisa única (flexibilizando, seguramente, la condicionalidad de las ayudas oficiales a esta economía), y apertura de líneas de financiación a sistemas bancarios con necesidades de saneamiento elevadas (el español, en el punto de mira).

Sobre el segundo, detectamos ciertas señales de agotamiento en el ciclo de EEUU que, de confirmarse, podrían tener impacto sobre el crecimiento global y, por ende, sobre la capacidad de recuperación de los emergentes, incluido China.

Una conjunción de elementos (volatilidad en mercados por la situación en el Área euro y deterioro del entorno macro de EEUU) que, unida a la ralentización de la demanda interna, se va a traducir en una erosión del crecimiento chino en la parte intermedia de 2012.

En cualquier caso pensamos que China cuenta, sin embargo, con las herramientas necesarias para neutralizar una desaceleración acusada en los indicadores de actividad. Y ello tanto desde un punto de vista monetario como fiscal. La rebaja en el coeficiente de reservas anunciada recientemente, o el anuncio de las primeras medidas de estímulo fiscal desde prácticamente el inicio de la crisis (de magnitud, eso sí, marcadamente inferior a las de 2008/2009), son ejemplos de la capacidad de respuesta de las autoridades chinas ante un deterioro del entorno macro doméstico.

Una respuesta que, en cualquier caso, no va a ir dirigida a devolver a China a la senda de crecimiento de la década de los 2000. De hecho, China ha relajado su objetivo de crecimiento para este año hasta el 7,5% (previsión Afi: 8,2%), frente a cotas superiores al 8-9% en los últimos ejercicios. La estrategia de reequilibrio de las fuentes de crecimiento de la economía es, cada vez en mayor medida, una prioridad en la agenda "oficial" ::

Posicionamiento recomendado en mercados emergentes

El posicionamiento recomendado en activos emergentes, en consonancia con un entorno macro de desaceleración global y con el incremento de la volatilidad asociado al episodio de aversión al riesgo en Europa es el siguiente:

Renta fija. El crédito emergente, uno de los activos más atractivos. Recomendamos mantener la sobreponderación en renta fija en divisa dólar, y limitamos la exposición en divisa local a Asia. El efecto "refugio" de las divisas asiáticas frente al resto de emergentes (con la excepción de la rupia india), y su elevada correlación con el yuan chino, estable frente al USD, factores de apoyo a esta recomendación.

Renta variable. Las pérdidas de valor se generalizan, en consonancia con el comportamiento de los índices desarrollados. Vemos recorrido bajista en bolsa, sobre todo en los índices con mayor peso de valores financieros y ciclo. Evitamos los índices con mayor exposición a estos sectores. Preferimos Indonesia, Sudáfrica, Brasil, Malasia y México.

Deuda pública: importa el volumen, pero también el crecimiento

Con la crisis, el ratio deuda pública sobre PIB en las economías avanzadas saltó desde la zona del 75% hasta el 100%.

Cinco años desde el inicio de la crisis, cabe resaltar el desigual impacto de la misma por áreas económicas, tanto en la cesión del PIB (los emergentes sufrieron menos) como en la posterior recuperación (EEUU ha sido la economía más rápida en situar el nivel de su PIB en las cotas previas al inicio de la crisis). A todo ello, se le suma el aumento generalizado de la deuda pública, tanto en términos absolutos como en porcentaje del PIB de los países desarrollados, condicionada por la activación de los estabilizadores automáticos, por la propia minoración del PIB y por los planes de acción acordados por los gobiernos, muchos de los cuales pasaron por recapitalizar entidades financieras. El ratio deuda pública / PIB en las economías avanzadas saltó desde la zona del 75% hasta el 100% en apenas tres años, en un proceso que, aunque a menor tasa, no se ha conseguido frenar en los dos últimos años. La consecuencia más notable es que tesoros como el de EEUU o el de Francia han perdido recientemente la calificación crediticia AAA según S&P. El primero, en agosto de 2011, y el segundo, en febrero de 2011. España fue una de las primeras economías desarrolladas en perder el máximo rating (en enero de 2009), si exceptuamos a Japón, que ya en febrero de 2001 dejó atrás el AAA. Y es que este país no sólo es el que presenta un mayor ratio de deuda pública sobre su PIB, sino el mayor ritmo de deterioro. De hecho, sólo EEUU y España igualan en déficit público a Japón, con la relevante diferencia de que este país cuenta con una más que suficiente base inversora doméstica. EEUU, por su parte, goza de credibilidad internacional, además de, como se analiza en el apartado cuatro, del apoyo activo de su banco central. Por su parte, España no sólo presenta déficit por cuenta corriente (es decir, no hay base inversora nacional suficiente), sino que ha perdido la confianza de inversores foráneos, lo que está provocando una presión al alza sin precedentes en los niveles de rentabilidad. Y es que, el punto de partida del ratio deuda pública/PIB español era, al inicio de la Gran Recesión, uno de los más bajos del mundo. Pero la acumulación de varios ejercicios consecutivos de importantes déficits público (del orden del 10%) ha provocado que la proporción se haya situado al nivel del resto de economías desarrolladas. Pero, si lo único que se ha hecho es igualar el nivel de endeudamiento relativo al de otros países, ¿por qué España no sólo ha perdido el AAA sino que se ha ido a la zona baja

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

del grado de inversión? Dos motivos: el primero, la incapacidad, al menos hasta el momento, de conseguir reducir los niveles de déficit público y, con estos desfases, la amenaza de que la deuda acumulada alcance niveles excesivos es cierta (en claro contraste con Italia, que sufre elevado endeudamiento pero reducido déficit); el segundo, el análisis en agregado del endeudamiento del país. Así, la deuda privada, que supera el 200% del PIB, amenaza con convertirse, al menos en una parte, en deuda pública si la economía española sufre una nueva recesión duradera ::

«Nuestra propia experiencia y red de contactos nos facilita la internacionalización»

Antonio Rodríguez, 44 años casado con 2 hijos, es Ingeniero de Telecomunicación y Licenciado en Ciencias Empresariales. Tiene un EMBA por IESE. Comenzó en compañías multinacionales (Telefónica, Nortel y Verizon) y tiene amplia experiencia en la creación y gestión de empresas en España y el extranjero en distintos ámbitos de negocio ligados a las telecomunicaciones, tecnologías renovables, servicios e industria. Habla fluido inglés, portugués y español y tiene conocimientos de francés, italiano y alemán.

Antonio Rodríguez, CEO de Innology Ventures

Son pocas, muy pocas, las *start ups* tecnológicas españolas que han obtenido una dimensión y alcance internacional, no ya global. Innology Ventures es una incubadora de proyectos creada por españoles que previamente desarrollaron su carrera internacional en grandes corporaciones. Alguno de cuyos proyectos va en camino de adquirir esa globalidad de la que viene adoleciendo, hasta ahora, el emprendizaje español.

Javier López Somoza

¿Qué es Innology Ventures?

Innology Ventures (www.innology.net) es una incubadora de empresas de tecnología, una aceleradora de empresas con alto componente tecnológico que tienen como misión común *"Innovation through technology"*.

Innology apoya innovadores con ideas proporcionando un rico ecosistema necesario para convertir ideas innovadoras en realidades empresariales de éxito. Para ello Innology ofrece soporte de negocio y experiencia de emprendimiento en todos los aspectos necesarios, desde legal y financiero, contactos de negocio, capacidad de internacionalización, desarrollo de producto, etc. y, por supuesto, en encontrar los socios financieros adecuados para *start ups* en etapas de desarrollo temprano.

Innology cuenta con una factoría de *software* propia, Innosoft Factory, que proporciona soporte de desarrollo a todos los proyectos y permite la gestión inteligente del conocimiento generado. De esta for-

ma se produce una fertilización de unos proyectos a otros y la consolidación de áreas de excelencia tecnológica. En concreto, somos líderes en el procesamiento del lenguaje natural en castellano y contamos con desarrolladores científicos con doctorado con honores en esta especialidad.

¿Cuándo nació Innology?

Innology fue fundada en 2009 y los ejecutivos principales (que a su vez son socios) son David Solana, Carlos Martínez y yo mismo.

¿Qué proyectos tenéis en marcha ahora?

Aunque tenemos varios proyectos en marcha, en la actualidad estamos muy centrados en el proyecto **opinator** (www.opinator.net), que ha superado ampliamente las expectativas, con una acogida impresionante por grandes corporaciones nacionales y con un gran potencial expansivo internacional.

Opinator, nuestro proyecto estrella, revoluciona la comunicación entre empresas y clientes. Es un servicio "en la nube" que resuelve problemas básicos de comunicación de forma directa (sin intermediarios), instantánea, sencilla, permanente y divertida y fomenta la fidelidad del cliente y las ventas. ¿Qué empresa en el mundo no quiere esto?

Opinator integra diálogos ágiles (en cinco segundos) a través de muy diversos medios tecnológicos fijos y móviles (Apps de iPhone y Android, Códigos QR, SMS, Web, e-mail, voz, etc) a través de múltiples dispositivos (*smartphones*, PCs, *tablets*, teléfono, etc) y analiza información cuantitativa y cualitativa mediante técnicas de inteligencia artificial para establecer el diálogo más fructífero posible para las empresas y sus clientes.

¿Cuáles son vuestras fuentes de financiación?

Las principales fuentes de financiación han sido recursos propios, recursos de *friends and family* y *business angels*, si bien la búsqueda de financiación es una actividad permanente y estamos en conversaciones con algunos fondos para colaborar en el destino, seguimiento y creación de valor en algunas inversiones.

En el caso de Opinator, también hemos contado con apoyos a la investigación, que reflejan el singular contenido tecnológico del equipo y del proyecto.

¿Qué es lo que lleva a Innology a emprender su internacionalización?

Los socios de Innology hemos desarrollado una carrera profesional con un alto componente internacional, desde Carlos Martínez que reside en Múnich, Antonio Rodríguez que ha desarrollado parte de su carrera en Brasil y David Solana en los Estados Unidos. Todos hemos trabajado en multinacionales con puestos de responsabilidad internacional. Nuestra propia experiencia y red de contactos facilita mucho la internacionalización de proyectos.

Pero lógicamente, lo importante son los proyectos en sí y la capacidad de internacionalización que tienen. Opinator, nuestro proyecto estrella, es un servicio "en la nube" que viaja muy bien.

A través de nuestros contactos y experiencia, hemos creado una red con presencia física en los cinco continentes y en unos 15 países. ¡Todo esto en apenas seis meses! Está siendo realmente intenso pero a la vez es muy reconfortante ver cómo tecnología íntegramente desarrollada en España tiene tan buena acogida en países tan punteros y con potencial como Finlandia, Estados Unidos, Holanda, Sudáfrica, Brasil o Singapur.

¿En qué mercados estáis presentes?

Opinator es un servicio con un tremendo potencial. Por ello, nos hemos centrado en dos tipos de países, los de mayor desarrollo (principalmente Europa y Norteamérica) y los de mayor potencial de crecimiento (los conocidos como BRICS, Brasil Rusia, India, China y Sudáfrica) prestando especial atención a los segundos, en la mayoría de los cuales ya estamos presentes.

Pantalla de respuesta.

¿Qué factores han determinado la selección de estos mercados y las estrategias seguidas para abordarlos?

Hemos adoptado estrategias distintas en función de las posibilidades en cada uno de los mercados, principalmente a través de alianzas con proyectos locales ya consolidados, creación de nuevas empresas con emprendedores locales de reconocido prestigio y en algunos casos *joint-ventures*.

¿Habéis recurrido a algún apoyo público para abordar los mercados exteriores? ¿Cómo valoráis estos instrumentos de apoyo y que ámbitos consideráis que deberían mejorarse?

Sinceramente, hasta ahora no hemos recurrido a apoyos públicos para la internacionalización. Hasta la fecha, no hemos encontrado ayudas que encajen con nuestro espíritu *start up*, aunque lógicamente nos parece muy importante que existan y se potencien y nos encantaría contar con alguna de ellas en el futuro.

Ser una empresa española ¿os ayuda o perjudica en vuestra expansión internacional?

No nos hemos parado a pensar en eso ni un segundo, la verdad. Es un campo lleno de estereotipos y a veces de victimismo o incluso de pesimismo lo cual es una trampa. Somos optimistas y automotivados por convencimiento y naturaleza, eso es lo que transmitimos al salir a los mercados internacionales y eso se nota. Respondemos a cualquier petición en 24 horas y trabajamos muchas pero muchas horas al día y eso impresiona a quien comienza a trabajar con nosotros y crea una confianza en las personas que están detrás del proyecto, que es lo de verdad importa.

Haciendo un análisis un poco más cerebral, el hecho de ser una empresa española aporta importantes ventajas que hay que saber aprovechar, como el idioma español y el acercamiento a Latinoamérica. En la situación actual, también es cierto que existen unas connotaciones menos favorables por el entorno económico español que hay que conocer y gestionar, pero no prestar demasiada atención ni transmitir pesimismo.

En nuestro caso nos ayuda tener un producto muy innovador y rompedor, como es Opinator, que convence a clientes y distribuidores locales desde el principio.

También hay que ser muy serio para trabajar con determinados mercados y paciente con otros. Tenemos desarrollada toda una estrategia de negociación de contratos, aspectos financieros, procedimientos de trabajo, cursos de formación, etc. que le dan mucha solidez y transmiten confianza y seriedad. Para ello, la experiencia y la preparación exhaustiva de todos los materiales y documentación son fundamentales.

¿Cuáles son vuestros próximos proyectos?

Buena pregunta. De momento profundizar en el desarrollo e internacionalización de Opinator y conseguir maximizar el valor del proyecto. A su vez, generamos experiencia en nuevas tecnologías punteras que dan lugar a nuevos proyectos que ya estamos pergeñando, sobre todo en el campo de la inteligencia artificial y en el análisis de lenguaje natural, donde somos punteros. Eso no es todo, también tenemos otros proyectos en proceso de maduración y nos llegan nuevas ideas propuestas atractivas con frecuencia, es algo que no para, afortunadamente ::

¿Cómo funciona Opinator?

En un servicio que mejora la comunicación y cercanía con los clientes. Permite a las empresas la obtención de información veraz (proporcionada directamente por los clientes) y de forma anónima, continua (24 horas) e inmediata (el sistema captura la opinión de los clientes en tiempo real). Además es posible una implantación inmediata, ya que no necesita ningún tipo de instalación, preparación o inversión adicional por parte de la empresa.

El funcionamiento de Opinator es muy sencillo. En primer lugar, la empresa determina los productos, servicios o personas sobre los que quiere recibir la opinión. Los clientes, emiten su opinión por cualquiera de los canales de comunicación soportados (que incluyen desde los actuales códigos QR o "BIDI" y Apps de iPhone o Android, hasta el tradicional SMS, pasando por el email y el acceso web).

Una vez enviada la opinión, el cliente recibe mensajes de agradecimiento, imágenes, mensajes multimedia, premios si hay incentivos, posibilidad de enviar a redes sociales, y un sinfín de posibilidades de continuar el diálogo entre cliente y empresa.

La empresa, a través de un acceso privado a la plataforma de Opinator en la web, recibe y visualiza de forma instantánea las opiniones de sus clientes procesadas de forma que le permita medir la evolución de la opinión y la toma de decisiones.

Pantalla de opinión multidispositivo/multicanal.

Dos ejemplos de funcionamiento:

* ¿Quién crees que ganará la Eurocopa 2012? Muestra tus dotes proféticos en 10 segundos con #OPINATOR (www.opinator.net/opi/EURO2012).

*¿Qué opinas de OPINATOR?

El absentismo tiene un coste

La ausencia de los trabajadores en su puesto de trabajo es una realidad que además de acarrear costes, genera anomalías en los procesos de trabajo claramente negativas para las empresas.
El primer Informe sobre Absentismo presentado por Adecco a comienzos del pasado mes de mayo ofrece una visión global del absentismo en las empresas y concluye que si bien es cierto que en promedio para la economía española las cifras no reflejan niveles de absentismo preocupantes, en el nivel individual de cada empresa sí pueden llegar a resultar verdaderos problemas que causen una gran pérdida de eficiencia, operatividad y rentabilidad.

Yolanda Antón

El absentismo, considerado como la ausencia de una persona de su puesto de trabajo, en horas que correspondan a un día laborable Y, dentro de la jornada legal de trabajo, obedece a distintas causas, tanto justificadas como injustificadas. Además, en unos casos se pagan por las empresas y en otros no, dependiendo esto a su vez de una serie diversa de circunstancias:

- Horas no trabajadas (con justificación) y pagadas por la empresa: tiempo no trabajado debido a vacaciones, fiestas laborales, puentes, permisos, formación y representación sindical.
- Horas no trabajadas (con justificación) y que la empresa no paga (salvo excepciones). Son las relacionadas con la incapacidad temporal, maternidad y expedientes de regulación de empleo.
- Horas no trabajadas y no justificadas: corresponden a ausencias no justificadas y a otros motivos no especificados.

Según el Ministerio de Trabajo, en España, de las 239,4 horas anuales no trabajadas por trabajador en 2010, 184,8 corresponden a la primera categoría (vacaciones, permisos, formación y representación sindical), 52,8 son las relativas a Incapacidad Temporal

[Creatas]/Thinkstock.

(IT), maternidad, expedientes de regulación temporal de empleo (ERTEs) y conflictividad laboral. Finalmente, el absentismo no justificado y los otros motivos sumaron 1,7 horas, el 0,7% del total.

Todo esto se refleja en el primer Informe sobre Absentismo presentado como mencionábamos por Adecco a comienzos del pasado mes de mayo, realizado en colaboración con el IESE, Garrigues, Fremap y la Universidad Carlos III.

Para el cómputo de la tasa han empleado datos sobre horas trabajadas y no trabajadas procedentes de encuestas oficiales, la Encuesta de Coyuntura Laboral del Ministerio de Trabajo y la Encuesta Trimestral de

Coste Laboral del INE. La Tasa de Absentismo estimada con datos de la ECL oscila entre el 3,0% en 2003 y el 3,8% en el 2009; en 2010 desciende levemente al 3,7%. Si se emplea la ETCL, la tasa es algo mayor, y sube desde el 3,7% en 2000 hasta el 4,9% en 2007; en 2010 y 2011 es 4,7%.

En comparativa interanual, en todos los trimestres de 2010 y 2011, y para todos los sectores de actividad que analiza (industria, servicios y construcción), se observa una reducción generalizada de las horas no trabajadas por Incapacidad Temporal (IT), por absentismo no justificado, por conflictividad laboral y por festivos laborales, confirmando que la crisis ha provocado una reducción generalizada del absentismo, especialmente relevante en las bajas por enfermedad. Puede pensarse en la posibilidad de que el miedo a perder el empleo en plena crisis haya provocado un mayor interés por mantener la presencia física en el puesto de trabajo, lo cual no tiene por qué suponer necesariamente un mayor rendimiento del trabajador, un incremento de la productividad.

El estudio estima que el 35% de las bajas por IT podrían ser irregulares, lo que daría como resultado, en términos de horas no trabajadas, 18,6 por trabajador y año. Si añadimos las 2,3 horas por trabajador y año correspondientes a ausencias no justificadas, entonces se deduce que se pueden atribuir a ausencias injustificadas e irregulares 20,9 horas por trabajador y año.

Tomando como dato de coste salarial por hora pagada el que facilita la Encuesta de Coyuntura Laboral del Ministerio de Trabajo) para 2010, 16,40 euros/hora, el coste directo del absentismo injustificado e irregular por asalariado ascendería a 343 Euros anuales (o su equivalente aproximado de 29€/mes) como exceso de pago en concepto de salario.

A estos costes el estudio añade otros indirectos como:

- Costes de sustitución: en buena parte de ocasiones –especialmente en las empresas con pocos trabajadores–, el beneficiario debe ser sustituido, con lo que ello implica de costes de selección, formación básica, remuneración y cotización social.
- Los costes de oportunidad: si bien pueden considerarse difícilmente mensurables, deben valorarse en su importancia los costes provocados indirectamente por la ausencia del trabajador, como consecuencia de la relación singular con los clientes o por sus conocimientos o habilidades específicas en la producción.
- Costes de las horas extras.
- Costes de productividad: el absentismo afecta a la productividad y competitividad de las empresas.

Podría deducirse erróneamente del análisis que el absentismo es un problema de reducida magnitud en las empresas españolas pero el estudio hace hincapié en que, si bien es cierto que en promedio para la economía del país las cifras no reflejan niveles de absentismo preocupantes, en el nivel individual de cada empresa sí pueden llegar a resultar verdaderos problemas que causen una gran pérdida de eficiencia, operatividad y rentabilidad.

Por otra parte, hay que tener en cuenta las dificultades existentes para la medición de determinadas formas de absentismo y los costes de su control, que hacen que las cifras manejadas en el informe puedan no reflejar fielmente la incidencia de este fenómeno empresarial.

En definitiva, este estudio aporta datos cuantitativos de interés y subraya un aspecto más del debatido tema de la productividad del trabajo en nuestro país, claro desafío pendiente que tienen nuestras empresas. Por no señalar, además, la importancia del absentismo en el sector público.

Creemos necesario señalar que el absentismo debe encararse precisamente desde el punto de vista de la productividad y su medición en la empresa española, más allá de su valoración ética. Como así también en su incidencia en la cultura del trabajo y del esfuerzo colectivos, en estos momentos en que nos replanteamos, por necesidad, tantos paradigmas de comportamiento ::

Los premios empresariales

El mejor premio para una empresa o un empresario es el que le otorgan sus clientes.

Es imposible saber el número de premios a las más diversas facetas de la actividad empresarial que se conceden en España cada año. Tampoco es posible conocer lo que suman los premios en metálico, el coste de las esculturas que se entregan a los premiados o el negocio que imprimen las ceremonias de entrega de los mismos a los sectores de hostelería u organización de eventos. Pero no debe ser menor. Vayas donde vayas, te encuentras con una revista empresarial en la que la portada recoge la entrega del último premio municipal, autonómico, sectorial o estatal a la mejor RSC, la empresa más innovadora, las mejores prácticas de marketing, la mejor gestión de RR. HH. o, para no eternizarnos, la internacionalización.

Un país con tantos premios, diríase que tiene mucho de donde tirar para la RSC, la I+D+i, la comercialización de sus productos y servicios, la gestión de los RR. HH. o la internacionalización. Pero, bien mirado, debe ser al revés. Puede que el ámbito local y sectorial de muchos de estos galardones acabe premiando, por rigurosos turnos anuales, a lo poco que hay en cada barrio, que, a veces, ni siquiera sería homologable fuera del mismo. Puede que muchos premios a la innovación, la mejor práctica de conciliación o la mejor gestión empresarial, acaben premiando prácticas que en otras geografías más exigentes apenas llegarían a cubrir el estándar de lo mínimo que se le debe exigir a una empresa. Puede que otros, genuinamente concedidos a estupendas buenas prácticas, pasen incluso desapercibidos fuera del ámbito local en el que se conceden.

No pasa con los premios lo que pasa con los Parques Nacionales. Hay pocos en España, pero son extraordinarios, y homologables a los mejores que puedan encontrarse en otros países. Debería haber algunos más, pero no todo espacio natural de cierto interés, aunque proliferen cientos de figuras de protección de significación mucho menor y dudoso cumplimiento de las condiciones que conlleva dicha protección, puede estar a la altura de una exigencia conservacionista. Sin embargo, con los campus universitarios pasa lo mismo que con los premios empresariales. Cada día hay más campus universitarios de excelencia europea en España, y en el resto de Europa, por cierto, y esto no parará hasta que todos los sean. Es decir, hasta que todo quede como estaba, con universidades tan malas como las actuales.

El prestigio y capacidad de señalización de un galardón está en proporción directa al número de premios competidores y en proporción inversa a la superficie geográfica o funcional del ámbito en el que se promueve. La utilidad de un premio debería someterse a un cuidadoso ejercicio de evaluación. Puede que entonces nos diéramos cuen-

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

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja
La Primera Entidad Financiera de Andalucía

ta de que unos pocos premios de ámbito estatal (o europeo), bien dotados, orientados a empresas prometedoras, surtiesen los efectos de verdadero acicate del emprendimiento que se pretende con ellos.

El mejor premio para una empresa o un empresario es el que le otorgan sus clientes mediante la aceptación reiterada de sus productos y servicios, cuando disponen de muchas alternativas para elegir. Ya que, si no, sería una aceptación forzada por la escasez de oferentes en mercados monopolizados u oligopolizados, que, desgraciadamente, abundan todavía. La aceptación de sus clientes, muy por encima de la de sus trabajadores, accionistas y proveedores. Es la aceptación del cliente, en las condiciones antes citadas, la que verdaderamente determina la calidad de una empresa. Se puede "sobornar" a los trabajadores, los accionistas y los proveedores, a costa de algún otro stakeholder de la empresa, pero no se puede sobornar a los clientes salvo con un buen producto y servicio a un buen precio::

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERIA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 dias
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin limite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja
La Primera Entidad Financiera de Andalucía

Proyectos de inversión internacional

La valoración de proyectos de inversión en otros países incorpora, entre otras, la problemática del tratamiento del riesgo de tipo de cambio. En el presente artículo describimos la metodología recomendada para el análisis de estos proyectos, y una reflexión acerca de la cobertura natural ofrecida por los precios de la energía.

Pablo Guijarro

El riesgo de cambio en proyectos de inversión internacionales

La realización de inversiones cuyos flujos de caja están denominados moneda diferente a la operativa de la empresa que invierte genera la necesidad de incorporar en el análisis el riesgo de tipo de cambio derivado de la evolución futura de la relación de valor entre la moneda del proyecto y la moneda operativa de la empresa.

El análisis de estos proyectos puede incorporar una problemática adicional, puesto que puede suceder que no todas las partidas que inciden en el cálculo del flujo de caja estén denominadas en la misma divisa. Como punto de partida general para la valoración de proyectos de inversión en otros países, se recomienda convertir todos los flujos a la moneda en la que estén denominados los ingresos, el flujo de mayor envergadura e importancia del proyecto.

Este primer punto determina el resto del proceso. Una vez convertidas las partidas a la moneda en la que están denominados los ingresos, se puede calcular el flujo de caja para llevar a cabo su descuento y determinar el valor actual del proyecto, y por ende, su rentabilidad.

[iStockphoto/Thinkstock.]

Conversión de los flujos de caja

Tal y como se ha descrito en la introducción, para la valoración de un proyecto es precios convertir a la misma moneda todos los flujos. La elección de la moneda a la que convertir los mismos no es indiferente: asumiendo una empresa cuya moneda operativa es el euro, podríamos tender a pensar que lo más adecuado es convertir a euros todas las partidas que intervienen en el cálculo del flujo de caja,

y calcular una rentabilidad del proyecto en euros que permita a la empresa tener una referencia comparable con el resto de su cartera de inversiones.

No obstante, si los ingresos del proyecto están denominados en moneda extranjera, la hipótesis de tipo de cambio empleada, si errónea, puede amplificar el error cometido en la estimación del flujo y distorsionar la valoración de forma considerable.

Por ello, la alternativa más adecuada en nuestra opinión es la conversión de todos los flujos de caja a la moneda en la que están denominados los ingresos, que por su mayor envergadura constituyen la partida que mayor impacto puede tener sobre la valoración si la estimación del tipo de cambio es errónea.

En cuanto a las hipótesis de tipo de cambio a emplear para la conversión de los flujos de caja, entendemos que la aproximación más adecuada es utilizar como hipótesis el tipo de cambio que cotice el mercado para el plazo al que se refieren las partidas: el tipo de cambio forward.

No todas las divisas cotizan a plazo, por lo que esta aproximación puede presentar algunas dificultades. Si no existe el tipo de cambio forward cotizado a todos los plazos habría que estimar un tipo de cambio a plazo sintético, en base a la siguiente metodología:

1. Si existen tipos de interés a todos los plazos hasta el vencimiento del proyecto, se estimarían según la paridad de tipos de interés entre dos monedas. Esta alternativa refleja el coste al cual la empresa se puede cubrir del riesgo de tipo de cambio (véase recuadro «El tipo de cambio a plazo»).
2. En caso de que no existan posibilidad de determinar un tipo de cambio a plazo, la aproximación más extendida es la de emplear el diferencial de inflación (sobre la base de la teoría de la paridad de poder adquisitivo).

El tipo de cambio a plazo

El tipo de cambio a plazo (forward, futuro sobre tipo de cambio) es un tipo de cambio que se fija en el momento del acuerdo (hoy) para una operación que va a tener lugar en el futuro.

Se calcula aplicando al tipo de cambio spot entre dos monedas sus correspondientes tipos de interés al plazo de la operación.

El tipo de cambio forward garantiza que no puede existir arbitraje entre el mercado spot y el mercado a plazo: la diferencia de tipos de interés queda absolutamente compensada por la relación entre el tipo de cambio forward y el tipo de cambio spot.

El forward no tiene coste explícito, y es una cobertura perfecta: anula el riesgo de pérdida de una posición de contado, pero también exige renunciar al potencial de beneficio implícito en la misma.

3. Si existe posibilidad de calcular tipos de cambio hasta determinados plazos, recomendamos calcular los mismos al máximo plazo posible y para el resto de flujos, considerar el tipo de equilibrio que marcaría la paridad de poder adquisitivo (véase recuadro «La paridad del poder adquisitivo»).

La paridad del poder adquisitivo

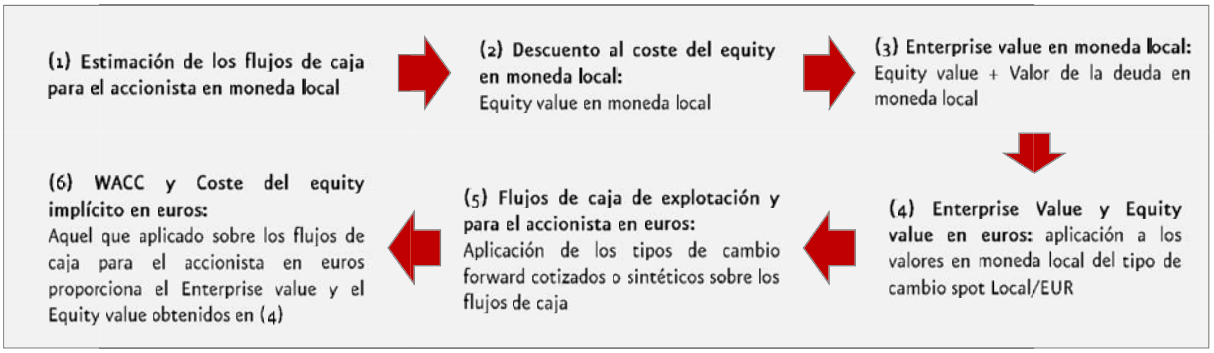
La teoría de la paridad de poder adquisitivo asume que las diferencias en inflación acumuladas en el tiempo entre dos economías deben corregirse a través de la evolución del tipo de cambio entre las monedas de ambos países. De este modo, la moneda de la economía que registra mayores niveles de inflación en el tiempo deberá depreciarse para contrarrestar la pérdida de competitividad frente a su contrapartida derivada de la evolución de los precios en ambas economías.

En la práctica, el cumplimiento de la teoría de la paridad de poder adquisitivo encuentra varios impedimentos para su cumplimiento, entre los cuales destacamos la existencia de precios rígidos (bienes cuyo precio no absorbe con rapidez las modificaciones en tipo de cambio), la existencia de costes de transacción y la inclusión en la determinación del IPC de bienes no comercializables.

Tasa de descuento y tasa de descuento equivalente en la moneda operativa

La tasa de descuento a aplicar siempre debe estar referida a la moneda en la que se denominan los flujos del proyecto. Si los flujos están denominados en mo-

ESQUEMA I: CÁLCULO DE TASAS DE DESCUENTO IMPLÍCITAS EQUIVALENTES EN EUROS



Fuente: *elaboración propia.*

neda extranjera, la tasa de descuento a aplicar debe ser en moneda local, sin aplicar ninguna corrección por el riesgo de tipo de cambio. Este riesgo ya está incorporado en el cálculo de los tipos de cambio sintéticos estimados para convertir los flujos en euros a moneda local (forward o en función de la paridad de poder adquisitivo).

La tasa de descuento en moneda extranjera puede plantear ciertas dificultades a la hora de ser comparada con otras referencias de la empresa, si ésta opera, por ejemplo en euros. El cálculo de la tasa de descuento equivalente en euros (o en su defecto, en la moneda operativa de la empresa) es una práctica adecuada para que los órganos de decisión de la empresa tengan una referencia comparable al resto de la cartera de inversión de la empresa.

La tasa de descuento equivalente en euros proporciona el mismo valor que el obtenido mediante el descuento de flujos en moneda local, y aplicando el tipo de cambio spot entre las dos monedas que intervienen en la valoración. Para que los cálculos estén realizados de forma correcta, se deben transformar los flujos de caja en moneda extranjera a euros (o a la moneda operativa) utilizando los mismos tipos de cambio que intervinieron en la valoración en moneda extranjera (tipos de cambio forward o sintéticos si no existieran referencias en mercado).

La diferencia entre ambas referencias (tasa de descuento en moneda extranjera y en euros) será el riesgo de tipo de cambio implícito en la inversión que va a evaluar la empresa.

El cálculo de la tasa de descuento equivalente en euros se describe en el esquema 1.

Gestión del riesgo de tipo de cambio durante la explotación de un proyecto

Una vez aprobado el proyecto de inversión, el tratamiento del riesgo de tipo de cambio debe ser coherente con el empleado en la fase de análisis.

La única manera de "asegurarse" la rentabilidad en euros es cubrir mediante instrumentos derivados todos los flujos de caja denominados en moneda local, que serán fundamentalmente los ingresos (siempre y cuando se haya llevado a cabo la estimación de los flujos de caja sobre la base del tipo de cambio forward).

En relación a la política de cobertura deben tenerse en cuenta las siguientes consideraciones:

1. Puede no existir cotización del seguro de cambio a todos los plazos hasta el vencimiento del proyecto, por lo que siempre va a existir un riesgo de tipo de cambio que no sea posible cubrir.
2. No es preciso cubrir la totalidad de los ingresos en moneda local: si existen costes operativos en moneda local, el importe a cubrir debe ser el neto de ambas partidas.

Correlación entre el precio del petróleo tipo Brent y el tipo de cambio USD/EUR

Fuente: *elaboración propia a partir de datos de Bloomberg y Fixing del BCE.*

Acerca de la cobertura natural

Como colofón, analizamos de forma sucinta la cobertura natural que proporciona el precio del petróleo al riesgo de tipo de cambio, centrándonos en el análisis de lo que sucede con el cruce del dólar estadounidense frente al euro (USD/EUR).

Para ello, se ha realizado un análisis de correlación entre el precio del petróleo y el tipo de cambio USD/EUR. Si parte del riesgo cambiario estuviese recogido en los precios de la energía, se observaría una correlación elevada y estable entre las variaciones de los precios de la energía (tomando como aproximación el precio del petróleo) y la evolución del tipo de cambio del dólar.

El análisis de correlación muestra que ésta no es estable y que en determinados momentos de la historia reciente ha sido negativa, esto es, caídas del precio de la energía han coincidido con depreciación del dólar (y viceversa). Para el cálculo de la correlación se han considerado variaciones mensuales en ventanas móviles de 12 meses.

Es cierto que en los últimos ejercicios la correlación del precio de la energía con el tipo de cambio USD/EUR ha aumentado de forma notable situándose muy próxima al 80%.

Nuestra conclusión es que la cobertura natural no existe y que la correlación entre las dos variables analizadas es perversa: en determinados momentos de la década, no ha habido cobertura natural, e incluso el riesgo de tipo de cambio se ha visto incrementado en caídas en el precio de la energía (tomando como aproximación el precio del petróleo). Por ello, consideramos que no existe cobertura natural en los precios de la energía sobre el riesgo de tipo de cambio, circunstancia que habrá de tenerse en cuenta de cara a incluir éste último de forma adecuada en los flujos de caja del proyecto ::

El derecho de separación del socio ante la falta de distribución de dividendos

El 2 de octubre de 2011 entró en vigor la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital. Entre las novedades introducidas por esta ley, destaca el artículo 348 bis de la Ley de Sociedades de Capital que reconoce un derecho de separación de los socios en caso de que la junta general de la sociedad no acuerde la distribución de un dividendo mínimo.

María Fernández

La Ley 25/2011, de 1 de agosto, entró en vigor el 2 de octubre del mismo año, reformando parcialmente la Ley de Sociedades de Capital, e incorporando la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.

Si bien, como hemos señalado, su entrada en vigor se produjo en octubre de 2011, creemos conveniente destacar su importancia en este momento, ya que es justo ahora cuando se podrán observar sus efectos en la vida societaria, con la celebración de Junta General ordinaria en la que se aprueben las cuentas anuales de ejercicio 2011, lo que tendrá lugar, como es habitual, en junio de 2012.

Así, se vuelve a reformar la Ley de Sociedades de Capital, mediante la incorporación del artículo 348 bis entre sus preceptos, el cual reconoce el derecho de separación a los socios en los que concurran ciertas características (por tanto, no universalmente aplicable).

De este modo, se establece que a partir del quinto ejercicio a contar desde la inscripción en el Registro Mercantil de la sociedad, los socios que hubieran votado a favor de la distribución de dividendos tendrán derecho de separación en el caso de que la junta general no acuerde la distribución como dividendo de, al menos, un tercio de los beneficios propios de la explotación del objeto social obtenidos durante el ejercicio anterior, que sean legalmente repartibles.

De lo anteriormente expuesto podemos señalar cuáles son los requisitos necesarios para poder ejercitar este derecho de separación:

- El socio tendrá que haber votado a favor de la distribución de los beneficios sociales, no habiéndose acordado finalmente por la Junta.
- Debe tratarse de una sociedad no cotizada.
- Se podrá ejercitar el derecho de separación a

partir del quinto ejercicio a contar desde la inscripción de la escritura de constitución de la sociedad en el Registro Mercantil.

- La base de cálculo de los beneficios que han de repartirse:
  - Está constituida por, al menos, una tercera parte de los resultados positivos generados en el ejercicio social cuyas cuentas anuales se aprueban.
  - Se vincula exclusivamente a los resultados positivos de la explotación del objeto social. Es decir, que se trata exclusivamente de los beneficios o resultados positivos obtenidos en la actividad ordinaria de la sociedad.
  - No se pueden incluir en la base de cálculo los denominados beneficios o resultados extraordinarios, las plusvalías que se reflejen en la contabilidad, las reservas de operaciones de reestructuración, etc.

El plazo del que disponen los socios que reúnan estos requisitos para el ejercicio del derecho de separación, es de un mes, a contar desde la celebración de la Junta General ordinaria de socios que apruebe las cuentas anuales del ejercicio correspondiente.

En el caso de que el socio decidiera ejercitar su derecho de separación en virtud de lo recogido en el artículo 348 bis LSC, la sociedad deberá reembolsar al socio el valor razonable de sus acciones o participaciones sociales, con la consiguiente amortización de las mismas. En caso de discrepancia del valor razonable, lo tendrá que fijar un auditor de cuentas nombrado por el registrador mercantil a este efecto.

Destacamos también, que este nuevo precepto no parece admitir pacto estatutario en contra, por lo que habiendo beneficio distribuible, sólo se pueda eludir el reparto del dividendo mediante acuerdo unánime de los socios cada año en junta o mediante pacto parasocial vinculante para todos ellos. Igualmente, no considera la posible existencia de restricciones contractuales al reparto de dividendos o a la recompra de acciones.

Dicho lo cual, debemos subrayar, que la reforma no establece la obligación de repartir dividendo, ya que nuestro ordenamiento no existe esta obligación expresa. Sino el derecho del socio a separarse cuando, votando a favor del reparto de dividendos, no se acuerda la distribución de un tercio del beneficio del ejercicio.

Esta modificación, parece responder a la necesidad de dotar de mayor protección a los socios minoritarios y evitar los posibles supuestos de abuso de la mayoría ante la minoría del capital social de una sociedad cerrada::

Alemania vende refugios

El desigual coste de financiación de las economías europeas no favorece la cohesión con la que debería superarse la crisis de la deuda soberana.

Las economías de la eurozona no están sufriendo todas por igual la crisis en los mercados de deuda soberana. La alemana, sin ir más lejos, está sacando partido de la elevada aversión al riesgo actuando como refugio de aquellos inversores dispuestos a sacrificar rentabilidad en aras de preservar el valor de su inversión: de la "huida hacia la calidad".

El tesoro alemán, y sus empresas, pagan por endeudarse mucho menos que el promedio de la eurozona. Desde luego muchísimo menos que los tesoros de las economías ahora más castigadas en los mercados de bonos, como la española y la italiana. A medida que se deterioran las expectativas de salida de la crisis, o se anticipan desenlaces traumáticos en el seno de la moneda única, el bono alemán se beneficia de incrementos en la demanda a costa de los más vulnerables. El resultado: los inversores pagan por prestar al estado alemán. Alquilan refugios frente a las amenazas de males peores a los ya observados en la eurozona.

En la subasta del pasado 22 de mayo los bonos con vencimiento a dos años, en 2014, salieron, por primera vez, con un cupón de 0%. El tesoro alemán colocó 5.000 millones de euros. Al mismo tiempo, en el mercado secundario, la rentabilidad del bono alemán con vencimiento a 30 años cayó hasta situarse por debajo del 2%. El bono con vencimiento a 10 años cotizaba al 1,4%. Eso, sin descontar la inflación. Cuanto peores sean las noticias sobre la evolución de la crisis de la eurozona menores serán los costes de financiación de las administraciones públicas y del sector privado en Alemania. No pocos inversores ya llevan tiempo vendiendo bonos periféricos e invirtiendo en los refugios alemanes. Incluso en el caso de desaparición del euro, la vuelta al marco alemán (la redenominación a la antigua moneda) favorecería la preservación de la inversión en bonos alemanes.

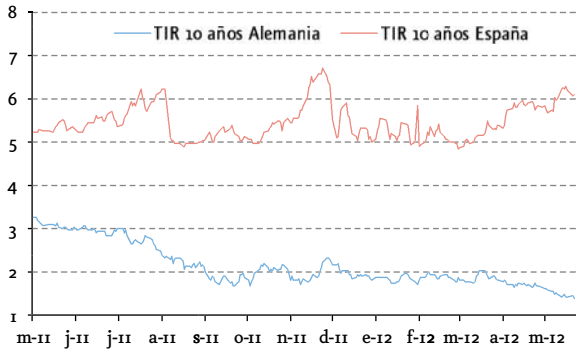
Una primera lectura que puede deducirse de ese comportamiento de los inversores es la asociada al horizonte de bajo crecimiento que le espera a la eurozona, Alemania incluida. Un escenario razonablemente asimilado al japonés por algunos analistas. En realidad, ese tipo de interés a dos años ya está por debajo de la correspondiente referencia japonesa. No hace falta recordar que, simultáneamente, la cotización de las acciones marcaba mínimos en la mayoría de las bolsas. Complementaria con esa primera razón es la asociada a la demanda de activos de la máxima calidad crediticia que sirvan como colaterales con los que acceder a las subastas del Banco Central Europeo (BCE).

Más allá de las interpretaciones estrictamente vinculadas al funcionamiento del mercado de bonos, esos resultados están generando una lógica

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

inquietud política. Es evidente que no favorecen precisamente esa cohesión con la que se supone deberíamos superar la crisis de la deuda soberana en la eurozona. Tampoco se concilian con la intransigencia de las autoridades alemanas para facilitar alternativas de política económica que, sin sacrificar el necesario saneamiento de las finanzas públicas a medio plazo, procuren impedir que tengan lugar algunos de los desenlaces más adversos que hoy cotizan los mercados de bonos ::

Tipos de interés en el mercado secundario de deuda pública alemana y española



Fuente: *elaboración propia a partir de Reuters.*