



Empresa Global

Nº 92 (Enero 2010)

EDITA

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

DIRECTOR Javier Paredes

COORDINACIÓN DE REDACCIÓN Esther Aragón

COLABORAN EN ESTE NÚMERO

Paula Ameijeiras, Yolanda Antón, Sara Baliña, David Cano, Ana Domínguez Viana, Nazareth Estalayo, Santiago Fernández de Lis, Cristina González Rechea, Pablo Guijarro, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Álvaro Lissón, Verónica López Sabater, Pablo Mañueco, Álvaro Martín Enriquez, Emilio Ontiveros, Antonio Pina, Daniel Suárez Montes

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
Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

DIRECTOR EDITORIAL José Fraile de Valle

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

PORTADA hof12

DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN

Daniel Sánchez Casado

DEPÓSITO LEGAL M-34827-2001

ISSN 1578-3456

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

La editorial Ediciones Empresa Global S.L., 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 resúmenes de prensa.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra sólo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

EDITORIAL

Agenda europea

A lo largo de este primer semestre del año, España asume la presidencia del Consejo de la Unión Europea. Al igual que en las otras tres ocasiones anteriores en las que nuestro país ha ostentado este cargo en el principal órgano ejecutivo de la UE, la última en 2002, España se enfrenta a una agenda abultada, así como a importantes retos que condicionarán, en buena medida, el balance que se haga de su desempeño. El primero es de tipo institucional. Y es que, desde el 1 de enero, coexisten dos presidencias: la rotatoria, que le corresponde a España, y la permanente, instaurada por el Tratado de Lisboa, que, desde el pasado 1 de diciembre, ostenta el belga Herman Van Rompuy. Aun cuando los titulares de ambas presidencias se han prodigado en declaraciones sobre su predisposición a coordinar sus actuaciones y asegurar una armoniosa cohabitación, lo cierto es que no se puede descartar que este bicefalismo acabe provocando fricciones y lastrando la eficacia operativa de ambas presidencias.

Junto a ello, ocho grandes temas jalonan el programa de actuaciones que se ha impuesto España a lo largo de su mandato: avanzar en la Estrategia de Lisboa de mejora de la competitividad y creación de empleo, en un entorno no especialmente favorable, en el que se espera que la tasa de paro en nuestro país alcance el 20% de la población activa; reforzar la Europa social, con especial atención a la igualdad de género, la lucha contra la violencia doméstica y la erradicación de la pobreza (2010 es año europeo contra la pobreza); impulsar las medidas necesarias para la creación de una nueva arquitectura financiera internacional; garantizar la seguridad energética de la Unión Europea a través, entre otras medidas, de la aplicación del Plan de acción energético 2010-2012; promover un uso sostenible de los recursos naturales; avanzar en la creación de un espacio compartido de cooperación judicial y policial, a través de la implementación del denominado Programa de Estocolmo; proseguir en la ampliación de la Unión, a través de la probable incorporación de Croacia y el impulso de las negociaciones de adhesión de Turquía, y consolidar la política europea de vecindad con otras regiones.

En este último terreno, destaca la celebración de la cumbre Unión Europea-América Latina-Caribe, prevista para el próximo mes de mayo, en la que España se ha impuesto como objetivo la firma de acuerdos de asociación con Mercosur, la Comunidad Andina de Naciones y Centroamérica. Sin duda, la concreción de estos acuerdos, tras numerosos años de negociaciones, constituye un paso fundamental en el desarrollo de las relaciones comerciales y de inversión en las que nuestro país asume un claro liderazgo europeo. A esta cita, se suma también la primera cumbre entre la Unión Europea y Marruecos, que, el pasado mes de diciembre de 2008, obtuvo el estatuto avanzado, obteniendo una relación equiparable a la que mantiene Turquía con Bruselas.

Sin duda, durante los seis próximos meses, España tiene una agenda exterior voluminosa y una oportunidad innegable para fortalecer su papel tanto dentro como fuera de la Unión. Pero esto no debería llevarla a olvidar las prioridades internas que tiene pendientes, en particular la de propiciar una pronta recuperación económica, que nuestros principales socios europeos ya han iniciado, en mayor o menor medida ::



INFORME PAÍS

Rumanía, mirando hacia la recuperación

Rumanía ha sido uno de los países europeos más afectados por la crisis, que ha supuesto un agravante a ciertos desequilibrios internos y pone fin al destacado crecimiento económico registrado desde comienzos de la década. Ahora el país ha de retomar la senda hacia la convergencia con el resto de miembros de la UE, dotándose de la estabilidad necesaria para acometer las reformas pertinentes que favorezcan el clima de negocios.

Pag. 4

TEMA DEL MES

Objetivos y retos de la presidencia española de la UE

El 1 de enero, España asumió, por cuarta vez en la historia, la presidencia semestral del Consejo de Ministros de la Unión Europea y son muchos e importantes los retos presentes para los próximos seis meses del año, que inauguran un marco constitucional introductorio de numerosas novedades institucionales.

Pag. 10

ESTRATEGIA GLOBAL

Innovando globalmente

MAURO GUILLÉN

Pag. 24



OBSERVATORIO EXTERIOR

Nuevo instrumento financiero de apoyo a la internacionalización de la empresa española: el FIEM

El pasado 6 de noviembre, el Consejo de Ministros aprobó la remisión a las Cortes Generales del nuevo proyecto de Ley de Reforma del Sistema de Apoyo Financiero a la Internacionalización de la Empresa Española.

Pag. 14

El riesgo soberano vuelve a escena

Hace poco más de tres semanas, las noticias provenientes de los Emiratos Árabes Unidos relacionadas con un posible impago del *holding* público Dubai World marcaron un punto de inflexión en el comportamiento de los mercados de deuda pública a nivel global, con especial incidencia en los correspondientes al área euro.

Pag. 18

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

Los riesgos en el comercio internacional

Antes de emprender cualquier operación, ya sea de exportación o de importación, existe la necesidad de contar con un plan de estimación y gestión de riesgos con el que se pueda identificarlos, evaluar su incidencia y valorar la posibilidad de cubrirlos o asumirlos.

Pag. 21



FINANZAS PERSONALES

El retorno sobre el capital frente al retorno del capital

De cara a afrontar 2010 y el medio plazo, el grueso de la cartera debería estar orientada a estrategias de «ingresos periódicos».

Pag. 25

RIESGO DE CAMBIO

Perspectivas para 2010

El ejercicio 2009 ha culminado, de nuevo, con una intensa volatilidad en el mercado de divisas. El dólar cierra en los mismos niveles en los que concluyó 2008 tanto frente al euro como a nivel global. Presentamos nuestras principales recomendaciones de cara a 2010 en relación con las principales divisas.

Pag. 28

MERCADOS FINANCIEROS

2010: el año de la transición

DAVID CANO

Pag. 37



ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

Deuda soberana, fondos soberanos, bancarrotas soberanas

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS

Pag. 38



EMERGENTES

América Latina sale de la recesión

Después de varios trimestres de contracción económica, América Latina ha confirmado la salida de la recesión, con una recuperación del PIB en las principales economías. Ahora bien, no podemos esperar una etapa de crecimiento de las economías de la región equiparable a la registrada en el anterior ciclo expansivo.

Pag. 30

CUADRO DE MANDO DEL SEGUIMIENTO DE LA CRISIS FINANCIERA

Pag. 34

EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN

«Innovación y rapidez en el servicio al cliente, lo que llamamos ‘speed to market’, son claves en el actual escenario del sector textil»

Tavex, líder mundial en la fabricación de *denim* (tejido vaquero), tiene actualmente capacidad para producir alrededor de 200 millones de metros anuales de este tejido, de tejidos de algodón y mixtos para *sportswear* y para ropas de trabajo. Con clientes en más de 50 países repartidos por todo el mundo, sus plantas industriales se encuentran ubicadas en España, México, Marruecos, Brasil, Argentina y Chile.

Pag. 39

GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

Redes sociales: una nueva herramienta para cubrir vacantes

Con la presencia de las nuevas tecnologías en la vida cotidiana, es raro encontrar a alguien que no forme parte de algún tipo de red social en internet. El crecimiento de estas redes facilita no sólo las relaciones sociales, sino también las laborales, por lo que se han convertido en una nueva vía de reclutamiento al alcance de todos.

Pag. 44

HOMO OECOMICUS

El Buda y la creación de valor

JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 51



EMPRESA, TECNOLOGÍA E INTERNET

Empresas pioneras en 2010

Aunque no todas las organizaciones son igualmente dinámicas, la iniciativa innovadora de unas pocas puede tener un efecto en cascada que redunde en beneficios sociales y en la introducción de nuevas tecnologías y procesos al mercado.

Pag. 46



GESTIÓN EMPRESARIAL

Estructura de capital ante el proceso de desapalancamiento bancario

Las restricciones crediticias que están afectando a las empresas van a conllevar necesariamente un proceso de desapalancamiento del pasivo de las compañías, que deberán buscar fuentes de financiación alternativas tanto de deuda como de capital. En este contexto, la reflexión sobre la estructura de capital es, si cabe, más relevante que nunca.

Pag. 47

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

Año nuevo...

Pag. 50

AGENDA

Pag. 52

ESCAPARATE EDITORIAL

Pag. 53



PANORAMA INTERNACIONAL

Pag. 54

ESPAÑA EN CONTRASTE

¿Es la reducción de la jornada laboral una alternativa para frenar el ajuste de empleo?

El pasado 27 de noviembre, el Gobierno presentaba en Consejo de Ministros el anteproyecto de la Ley de Economía Sostenible. La esencia de la misma resume lo que, desde hace mucho tiempo, se viene reclamando en los foros económicos: la disponibilidad de una hoja de ruta de cara a replantear el modelo de crecimiento económico de nuestro país.

Pag. 57

BLOG AFI

En el resumen mensual se hace un análisis de las novedades en los mercados, de los fondos y la fiscalidad. En el *post* del mes se analiza la situación financiera actual.

Pag. 58

ESTADÍSTICAS

Pag. 60

PASEO GLOBAL

Frenazo en la inversión

EMILIO ONTIVEROS

Pag. 64





Rumanía,

mirando hacia la recuperación

Rumanía ha sido uno de los países europeos más afectados por la crisis, que ha supuesto un agravante a ciertos desequilibrios internos y pone fin al destacado crecimiento económico registrado desde comienzos de la década. No obstante, lo peor debe haber pasado y ahora el país ha de retomar la senda hacia la convergencia con el resto de miembros de la UE, dotándose de la estabilidad necesaria, también en lo político, para acometer las reformas pertinentes que favorezcan, a su vez, el clima de negocios.

Ana Domínguez Viana

Rumanía es el segundo país más grande de Europa del Este y central, con una población que supera los 22 millones de habitantes. Su enclave estratégico le ha permitido un acercamiento a diferentes culturas y configurarse como lugar de paso de diferentes rutas comerciales. El país cuenta con una notable dotación de recursos energéticos y agrícolas, además de una importante industria manufacturera (dentro de la que destaca el sector de automoción). En torno al 8% del PIB rumano responde a la actividad agrícola, un 36% está ligado a la industria y el restante 56%, al sector servicios.

En la presente década, la economía rumana ha registrado un notable y rápido crecimiento, favorecido, en parte, por el proceso de adhesión a la Unión Europea e impulsado por las ventas exteriores a mercados europeos, así como por el consumo interno y la inversión, que, no obstante, también han conducido a serios desequilibrios en la balanza de pagos. A pesar del giro de la política económica, introducido por el presidente Traian Basescu tras su lle-

gada al poder en 2005 (y que repite mandato tras las elecciones del pasado 22 de noviembre), quien ha apostado por la expansión del gasto público a la vez que se reducían los impuestos (con el consiguiente efecto pernicioso sobre el déficit fiscal), el PIB creció a tasas del 7,9 y 6,2% en 2006 y 2007, respectivamente. El crecimiento también fue elevado en el conjunto de 2008 (7,1%), si bien, a finales de ese ejercicio, la economía rumana sufre una importante desaceleración, tras la cual se encuentra la crisis financiera mundial, que viene a agravar los desequilibrios internos y la balanza de pagos, viéndose obligado el país a recurrir a la ayuda financiera del FMI y de la UE.

Los efectos de la crisis han sido muy fuertes y han provocado una caída drástica de los flujos de capital extranjero, que se ha traducido, de forma inmediata, en una notable contracción de la economía rumana, lo que, de acuerdo con las previsiones del Consensus Economics, podría suponer una caída del PIB del 7,1% en el conjunto de 2009. No obstante, en los últimos meses de

NOMBRE OFICIAL:
Rumanía



SUPERFICIE: 238.391 Km²

CAPITAL: Bucarest

OTRAS CIUDADES: Brasov, Cluj-Napoca, Constanza, Craiova, Galati, Iasi, Timisoara

SITUACIÓN GEOGRÁFICA: sudeste de Europa, bordeando el Mar Negro, entre Bulgaria y Ucrania

CLIMA: inviernos nublados con nieve y niebla; veranos soleados con lluvias y tormentas frecuentes

POBLACIÓN: 22.215.421 (est. 2009)

ESPERANZA DE VIDA: 72,45 años

TASA DE CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN: -0,147% (est. 2009)

GRUPOS ÉTNICOS: 95,4% blancos y blancos amerindios, 4% mapuches y 0,6% otros grupos indígenas

IDIOMAS: rumano 91% (oficial), húngaro 6,7%, gitano 1,1% y otros 1,2%

TASA DE ALFABETIZACIÓN: 97,30%

MONEDA: leu (RON)

Fuente: World Factbook.

PRINCIPALES CIFRAS MACROECONÓMICAS

	2005	2006	2007	2008	2009(p)	2010(p)
Crecimiento real del PIB (%)	4,1	7,9	6,2	7,1	-7,1	0,6
Inflación anual (%)	9,0	6,6	4,8	7,8	5,5	4,2
Crec. consumo interno (%)	9,5	12,9	11,7	9,2	-10,6	0,4
Crec. de la inversión fija bruta (%)	12,7	19,3	29,0	19,3	-12,0	1,4
Balanza comercial (miles M US\$)	-9,6	-14,9	-24,7	-28,2	-10,2	-11,3
Balanza por c.c. (miles M US\$)	-8,5	-12,8	-23,2	-24,0	-8,3	-9,2

p: previsión

Fuente: Consensus Economics, nov. 2009.

2009, el ritmo de contracción económica ha perdido intensidad a pesar de registrarse una creciente tasa de desempleo (del 7,1% en octubre de 2009, tres puntos por encima del año anterior), aun cuando no existe la presión en el mercado laboral de los 2,5 millones de rumanos que viven fuera del país (casi el 30% de éstos en España). Tampoco es perceptible una reactivación suficiente del crédito privado.

Rumanía debe cumplir con los compromisos en materia macroeconómica acordados con el FMI y no puede dar cabida al desánimo en la implementación de las necesarias reformas, como las que afectan al ámbito fiscal y al sistema de pensiones.

RETOS PARA EL GOBIERNO RUMANO

En el terreno político, el pasado mes de noviembre de 2009, Rumanía celebró elecciones presidenciales, las primeras desde su ingreso en la UE en 2007, que tuvieron como resultado una ajustada victoria (en segunda vuelta) del hasta entonces presidente de centro-derecha Traian Basesu. Estas elecciones, no exentas de polémica sobre presuntos fraudes electorales, venían precedidas de una situación de inestabilidad política tras la destitución, en octubre, del primer ministro Emil Boc, representante de la coalición del Partido Demócrata Liberal (al que pertenece el presidente) y del Partido Socialdemócrata, resultado del enfrentamiento entre ambas fuerzas políticas por el control del Ministerio de Interior, encargado de supervisar el proceso electoral.

La victoria de Basesu le permitirá dar continuidad al proyecto de cambio iniciado en su primer mandato de cinco años y cuyos objetivos centrales se asientan en la reforma de la clase política y en la modernización del Estado. Si bien ese primer mandato había estado marcado por la inestabilidad política y los conflictos con el Parlamento, ahora tendrá que tratar de dar sentido a la idea de «una sola Rumanía» que defendía en su campaña electoral.

Rumanía es el cuarto mayor receptor de inversión extranjera en la región de Europa del Este

El Gobierno rumano ha de hacer frente a importantes retos para superar la recesión económica y reducir el nivel de corrupción del país: Rumanía presenta un indicador de libertad frente a la corrupción de 37 puntos, inferior al de la media (40,3 puntos) de 179 economías para las que la Heritage Foundation elabora este indicador y que asigna a España 67 puntos. La estabilidad del Gobierno es crucial para implementar las reformas macroeconómicas que figuran en el compromiso con el FMI, para un adecuado encauzamiento de la economía que permita regresar al país a la senda de crecimiento y de convergencia con el resto de países miembros de la UE, a la vez que contribuya a reducir sus vulnerabilidades. Rumanía, junto con Bulgaria, han sido los últimos países en adquirir la condición de miembros de pleno derecho de la UE y comparten además la característica de ser los más pobres, con un PIB per cápita

que se sitúa cerca del 63% por debajo de la media comunitaria.

La mencionada estabilidad gubernamental es asimismo necesaria para que Rumanía pueda recibir el apoyo multilateral previsto. En este sentido, hay que mencionar que el FMI ha aplazado la aprobación de un desembolso de, aproximadamente, 1.500 millones de euros (incluido en el «acuerdo *stand-by*») que estaba previsto para finales de 2009. A pesar de haber reconocido el buen progreso que está verificando el país, el FMI ha realizado tal aplazamiento hasta que se configure un Gobierno estable (una vez celebradas las elecciones presidenciales), que pueda presentar un presupuesto para este año 2010, así como implementar las medidas oportunas para reducir el déficit fiscal hasta el objetivo del 5,9% del PIB y que, además, sea posible la aprobación parlamentaria de la Ley de Responsabilidad Fiscal y la reforma de las pensiones.

La deseable mayor estabilidad política favorecerá asimismo la atracción de inversiones extranjeras que contribuyan al desarrollo económico del país.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN EL MERCADO RUMANO

Rumanía ha venido atrayendo importantes flujos de inversión extranjera directa, alcanzando en 2008 los 13.305 millones de dólares, según la UNCTAD. Una inversión que, en términos de PIB, situó, en dicho año, al mercado rumano como el cuarto mayor receptor de capital extranjero en la región de Europa del Este (entre 14 economías consideradas), colocándose tan sólo por detrás de los mercados croata, estonio y búlgaro.

El centro de negocios del país se localiza en su capital, Bucarest, la cual se configura asimismo como el mercado nacional más relevante y con mayor poder adquisitivo.

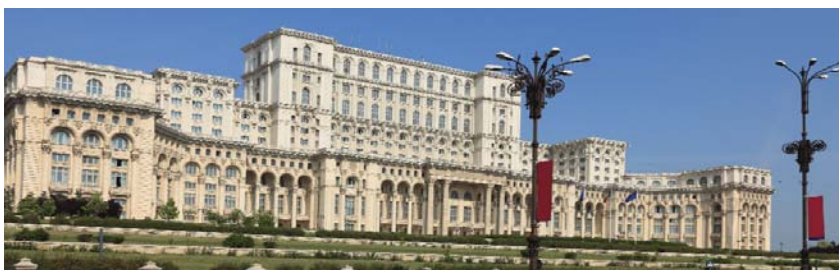
A pesar de la corrupción y la burocracia existentes, que constitu-

yen un lastre a la hora de hacer negocios en Rumanía, la apertura de una empresa es menos costosa y más rápida que en el resto de la región Europa del Este y de Asia central e, incluso, que en la media de países de la OCDE. Se estiman necesarios en torno a 10 días para abrir un negocio en Rumanía, mientras que, en la OCDE, el tiempo medio alcanza los 13 días, de acuerdo con el informe *Doing Business 2010*, del Banco Mundial. Asimismo, el índice de protección del inversor incluido en dicho informe es algo mejor en Rumanía que en los promedios respectivos de su región y de la OCDE.

El país es destinatario de un importante volumen de fondos estructurales y de cohesión de la Unión Europea

Además de las consideraciones relativas a la facilidad de apertura de un negocio y a la protección de que gozan los inversores, el mercado rumano reúne una serie de atractivos que no han escapado del punto de mira de empresarios extranjeros. Un mercado doméstico que supera los 22 millones de consumidores; el importante volumen de fondos (estructurales y de cohesión) que recibe de la Unión Europea para acometer proyectos en diversos ámbitos y que para el período 2007-2013 ascienden a 30.000 millones de euros; la disponibilidad de mano de obra cualificada y relativamente barata; su buena localización, con acceso al Mar Negro, y su situación estratégica para el abastecimiento de mercados del centro y este europeos son buenas razones para invertir en Rumanía.

Lógicamente, los empresarios españoles no han querido desaprovechar los atractivos que ofrece el mercado rumano y ya son más de 3.600 las empresas que cuentan con capital español en Rumanía, siendo España el noveno principal inversor extranjero en el país. La existencia de un convenio bilateral para evitar la doble imposición en materia de



impuestos sobre la renta y el patrimonio (firmado en 1979), así como un acuerdo para la promoción y protección recíproca de las inversiones (desde 1995) o un convenio en materia de seguridad social (firmado en 2006), respalda y favorece la inversión española en Rumanía.

Los sectores de inversión son diversos, pero, sin duda, el que ha acaparado la entrada de un mayor volumen de capital español ha sido el de la construcción, sobre todo en 2007 y en los ejercicios anterior y posterior. Por volumen de inver-

sión, también destaca el sector de automoción, de gran relevancia dentro del tejido industrial rumano, si bien, en este caso, los flujos inversores de origen español se concentraron durante el ejercicio de 2006.

Las carencias que presenta el país en infraestructuras, principalmente en las de transportes y medioambientales, así como la necesaria modernización industrial y desarrollo de servicios avanzados, unido a la amplia cartera de proyectos promovidos en el país por orga-

10 PRIMEROS CAPÍTULO EXPORTADOS A RUMANÍA DESDE ESPAÑA EN 2009*

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
84	Máquinas y aparatos mecánicos	95.381,19	19,16
87	Vehículos automóviles; tractores	66.802,09	13,42
85	Aparatos y material eléctricos	31.995,58	6,43
02	Carne y despojos comestibles	30.506,07	6,13
69	Productos cerámicos	23.149,94	4,65
62	Prendas de vestir, no de punto	18.492,14	3,71
73	Manufact. de fundición, hierro / acero	17.571,12	3,53
39	Mat. plásticas; sus manufacturas	17.527,63	3,52
03	Pescados, crustáceos, moluscos	15.275,33	3,07
61	Prendas de vestir, de punto	12.958,97	2,60
	Subtotal	329.660,05	66,22
	Total exportaciones a Rumanía	497.833,28	100,00

(*) Datos hasta septiembre de 2009.

Fuente: Estacom.

10 PRIMEROS CAPÍTULO IMPORTADOS DE RUMANÍA POR ESPAÑA EN 2009*

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
10	Cereales	126.611,15	23,10
87	Vehículos automóviles; tractores	111.257,88	20,30
85	Aparatos y material eléctricos	62.775,65	11,45
84	Máquinas y aparatos mecánicos	42.685,91	7,79
94	Muebles, sillas, lámparas	31.163,39	5,69
62	Prendas de vestir, no de punto	17.262,81	3,15
40	Caucho y sus manufacturas	15.254,56	2,78
12	Semillas oleaginosas; plantas industriales	14.956,50	2,73
73	Manufact. de fundición, hierro / acero	14.917,42	2,72
61	Prendas de vestir, de punto	12.530,07	2,29
	Subtotal	449.415,35	82,00
	Total importaciones de Rumanía	548.088,26	100,00

(*) Datos hasta septiembre de 2009.

Fuente: Estacom.

«RATING» RIESGO-PAÍS

EUROMONEY

	sep-09	mar-09	Var. (1)
Rumanía	55,00	55,52	-0,52
España	81,74	79,80	1,94
Noruega (máx.)	98,14	96,37	1,77
Zimbawe (mín.)	6,70	5,49	1,21

(1) Una variación negativa indica una disminución del riesgo
 (*) Máx. para sep-09, en mar-09: Noruega (96,37)
 (**) Mín. para sep-09, en mar-0: Zimbawe (5,49)

«RATING» DEUDA SOBERANA

Moody's

DICIEMBRE 2009

	Largo plazo	Corto plazo
Rumanía	Baa3	P-1
España	Aaa	P-1

S. & P.

DICIEMBRE 2009

	Largo plazo	Corto plazo
Rumanía	BB+	B
España	AA+	A-1+

NOTAS:

Ins. Investor/Euromoney

Cada país se valora en una escala de 0 a 100, presentando 100 aquellos con la menor posibilidad de impago

Moody's De menor a mayor riesgo

L.P.: Aaa, Aa (1,2,3), A (1,2,3), Baa (1,2,3), Ba (1,2,3), B (1,2,3), Caa, Ca.

C.P.: P-1, P-2, P-3, Not Prime.

S.&P. De menor a mayor riesgo

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

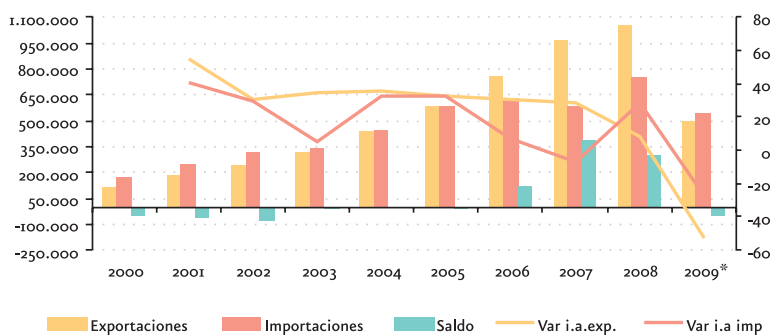
nismos multilaterales, prometen que Rumanía seguirá ofreciendo oportunidades de negocio para las empresas españolas en el futuro.

RELACIONES COMERCIALES HISPANO-RUMANAS

Las mencionadas oportunidades de negocio también son trasladables al ámbito estrictamente comercial. Rumanía se configura como uno de los mercados más extensos de Europa del Este y central, siendo el segundo mayor mercado de los nuevos países miembros y el séptimo de la UE-27. Asimismo, los numerosos

Balanza comercial hispano-rumana

(Miles de euros)



Fuente: Fuente: Estacom y elaboración propia. Datos hasta septiembre de 2009.

proyectos que cuentan con financiación multilateral también incorporan adquisiciones de bienes y servicios, generadoras de oportunidades abundantes para los exportadores españoles. Además, hay que indicar que las ventas al mercado rumano suponen, en media, un menor tiempo y coste (en dólares por contenedor) que en el conjunto de la región de Europa del Este y Asia central (según *Doing Business 2010*, del Banco Mundial).

El mercado rumano es uno de los más extensos de Europa del Este y central, con más de 22 millones de consumidores

El saldo de la balanza comercial hispano-rumana presenta un cambio de signo en 2006, siendo, desde entonces, superavitaria para España. En 2008, las exportaciones españolas de mercancías al mercado rumano superaron los 1.055 millones de euros, mientras que las importaciones se situaron cerca de los 753 millones, según los datos del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (MITyC). No obstante, en los nueve primeros meses de 2009, las ventas exteriores de España a Rumanía totalizaron 498 millones de euros, siendo hasta ese momento superadas por las compras de origen rumano, que ascendieron a 548 millones, con lo que la balanza bilateral volvería a ser favorable para Rumanía.

Conviene destacar que el valor de los flujos comerciales de España hacia este país de Europa del Este es muy superior al de los flujos inversores, pues la IED española en Rumanía, en 2008, se situó en 46,27 millones de euros y, en los dos primeros trimestres de 2009, solamente comportó 20,90 millones (según datos del MITyC).

Entre los sectores españoles (excluidos los servicios) que registraron un mayor volumen de ventas exteriores al mercado rumano en 2008 y 2009 (hasta septiembre) destacan el de bienes de equipo (maquinaria para uso general industrial, aparatos eléctricos y otros bienes de equipo), el de automoción (componentes y vehículos) y el de semifabricados (material de construcción, plásticos y otras). En concreto, los capítulos más exportados, en los nueve primeros meses de 2009, fueron los de máquinas y aparatos mecánicos; vehículos automóviles, tractores; aparatos y material eléctricos; además del de carne y despojos comestibles.

Con todo, el espectro sectorial, en cuanto a áreas de actividad de potencial interés comercial para las empresas españolas, es amplio y las expectativas de crecimiento económico y de recuperación del consumo interno para este ejercicio de 2010 podrán contribuir a una materialización efectiva de las oportunidades potenciales de negocio ::



PRINCIPALES SECTORES DE OPORTUNIDAD PARA LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

Comercio

Agroalimentación: carne, principalmente de porcino, pescado y otros alimentos

Automoción

Bienes de consumo no duraderos y semiduraderos

Bienes de equipo: maquinaria para industria alimentaria y sector agrícola, equipos médicos

Equipamiento y materiales de construcción

Inversión

Construcción: residencial, industrial, comercial (oficinas)

Consultoría e ingeniería: diseño y desarrollo de complejos industriales, adaptación a normativa comunitaria, gestión de fondos europeos, etc.

Energías renovables: eólica y biocombustibles

Infraestructuras de transporte: construcción autopistas y vías férreas, remodelación aeropuertos

Medioambiente: gestión de residuos, tratamiento de aguas

Turismo: de negocios, hoteles (principalmente de dos y tres estrellas) y oferta de ocio complementaria

Fuente: Oficina Económica y Comercial de España en Bucarest.

OPORTUNIDADES DE NEGOCIO LIGADAS AL MERCADO MULTILATERAL

El mercado multilateral ofrece múltiples oportunidades comerciales y de inversión empresarial en el mercado rumano. Además de los proyectos que surgen de la aplicación de los fondos estructurales y de cohesión de la Unión Europea, instituciones financieras multilaterales, como el Grupo Banco Mundial, el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD) o el Banco Europeo de Inversiones (BEI), también están aplicando un importante volumen de recursos en este país de Europa del Este con la finalidad de contribuir a su desarrollo. El deficiente nivel de infraestructuras y las necesidades de modernización del tejido productivo, combinados con los

efectos negativos de la crisis internacional, la escasez de crédito privado y de recursos del sector público rumano, alientan la participación en proyectos promovidos por las instituciones multilaterales. En este sentido, el BERD decidió aumentar hasta 1.000 millones de euros su inversión en el país para los años 2009 y 2010. Su actuación en el mercado rumano abarca tanto el sector financiero como el de infraestructuras (principalmente de transportes), el empresarial (industria en general y agronegocios) y el energético. Por su parte, el Banco Mundial dirige su política de apoyo a la implementación de reformas en los sectores público y

financiero, así como al fortalecimiento del sistema de protección social rumano. Su compromiso de recursos supera los 400 millones de dólares para 2010. Los ámbitos de actividad a los que se están acogiendo más proyectos financiados por este organismo están relacionados con la política económica, los transportes, el medio ambiente y la energía. Asimismo, el BEI ha concedido financiación por un importe próximo a los 800 millones de euros en el ejercicio de 2009 para proveer de ayuda a pequeñas y medianas empresas, así como para el desarrollo de proyectos en los ámbitos de la energía, del agua y de transportes en Rumanía.

Nuevo instrumento financiero de apoyo a la internacionalización de la empresa española el:

FIEM

El pasado 6 de noviembre, el Consejo de Ministros aprobó la remisión a las Cortes Generales del nuevo proyecto de Ley de Reforma del Sistema de Apoyo Financiero a la Internacionalización de la Empresa Española. Esta nueva ley surge de la necesidad, por una parte, de reforma del Fondo de Ayuda al Desarrollo (FAD) y, por otra, de poner en marcha nuevas medidas financieras de impulso a la internacionalización de la empresa española. Una vez sea aprobado, las empresas españolas contarán con un nuevo instrumento financiero, más moderno y eficaz, que promoverá no sólo la exportación de bienes y servicios españoles, sino también proyectos de inversión de empresas españolas en el exterior.

Cristina González Rechea



El FAD fue diseñado con el objetivo de dotar a la Administración pública española de un mecanismo financiero de ayuda al desarrollo, pero siempre desde una óptica de apoyo paralelo a la empresa española en su internacionalización «ayuda ligada». Mediante los diferentes componentes del FAD, se han ido otorgando créditos concesionales a países en desarrollo para la

financiación de proyectos a equipados con bienes y servicios españoles. De esta manera, se ha logrado que nuestras empresas desarrollen proyectos de envergadura en terceros países, contribuyendo al desarrollo del país beneficiario a la vez que se facilitaba la internacionalización de la empresa ejecutora del proyecto.

ESTRUCTURA FAD-EN TRES BLOQUES

FAD-Cooperación	Aportaciones para cooperación al desarrollo vía organismos internacionales no financieros. Forma parte de los activos financieros de la sección del Ministerio de Asuntos Exteriores y Cooperación.
FAD-Instituciones financieras internacionales	Contribuciones a organismos financieros internacionales. Se encuentra entre los activos financieros en el Ministerio de Economía y Hacienda.
FAD-Internacionalización	Créditos bilaterales entre el Estado español y el Estado beneficiario para la internacionalización de la empresa española. Forman parte de los activos financieros en el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. COLOMBIA Instituto Colombiano para el Desarrollo de la Ciencia y Tecnología "Francisco José de Caldas" (COLCIENCIAS)

Fuente: elaboración propia a partir del informe «Qué está pasando con el FAD?» (http://www.quiendebeaquien.org/IMG/rtf_Resurgir_FAD.rtf).

DOTACIÓN FAD

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
FAD Consejo Ministros (millones de euros)	602	641	1.452	1.254	2.530	2.338
Ayuda Oficial al Desarrollo (AOD) Gobierno central (millones de euros)	1.511	1.541	2.159	3.039	4.269	4.351
% FAD / AOD Gobierno central	39,84%	41,60%	67,25%	41,26%	59,26%	53,73%

Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y de Asuntos Exteriores y Cooperación.

Sin embargo, desde hace tiempo, se veía la necesidad de reforma del FAD. En los últimos tiempos, en el marco de encuentros y negociaciones de instituciones como el Comité de Ayuda al Desarrollo (CAD) de la OCDE, se viene poniendo en duda la eficacia de la ayuda de carácter ligado, como la que representa el FAD, y su contribución real al desarrollo, y se ha abogado por la independencia de la ayuda otorgada como medio para aumentar su eficacia y eficiencia en el desarrollo del país al que van dirigido los apoyos. Desde 2002, en el seno del CAD, se ha acordado no otorgar ayuda ligada a aquellos países considerados menos avanzados (PMA), recomendación que se ha recogido en la normativa del FAD. Basado en estos argumentos y en la necesidad de contar con un instrumento más moderno y más sencillo que pueda responder a las demandas de la cooperación internacional y que sea más coherente con la política de cooperación, la Administración española se plantea un nuevo mecanismo de apoyo al desarrollo, en el que las ayudas otorgadas estén separadas de los mecanismos que tienen como objetivo impulsar la internacionalización de la empresa española.

Por otro lado, la intensidad de la crisis económica exige de cambios también en las formas de ayudar a la internacionalización de las empresas españolas. En el contexto actual, la internacionalización del tejido empresarial español, no sólo mediante la exportación directa de bienes y servicios, se presume como un modo de fomentar la actividad económica, mejorar la productividad y la competitividad de la empresa española, promover la creación de empleo de mayor calidad, la estabilidad e impulsar la innovación de productos y procesos para hacer frente a la competencia global y mejorar los costes productivos derivados de la producción de *inputs* en otros países con menores costes, entre otros. Es más, una política de internacionalización más activa permite dar a conocer la oferta española, crear y fortalecer una imagen de marca *made in Spain*, ganar cuota

de mercado en el exterior y fomentar un proceso de aprendizaje en el tejido empresarial español.

En este entorno, se hace necesario el establecimiento de nuevas herramientas de fomento de la internacionalización de la empresa y fortalecimiento del sector exterior español que se adapten a unos nuevos procesos de internacionalización más amplios y complejos. En este marco, y derivado de la próxima reforma del FAD que elimina los mecanismos de apoyo directo a la internacionalización, se engloba la reforma del sistema de apoyo financiero a la internacionalización de la empresa española y el proyecto de ley de reforma de este mecanismo.

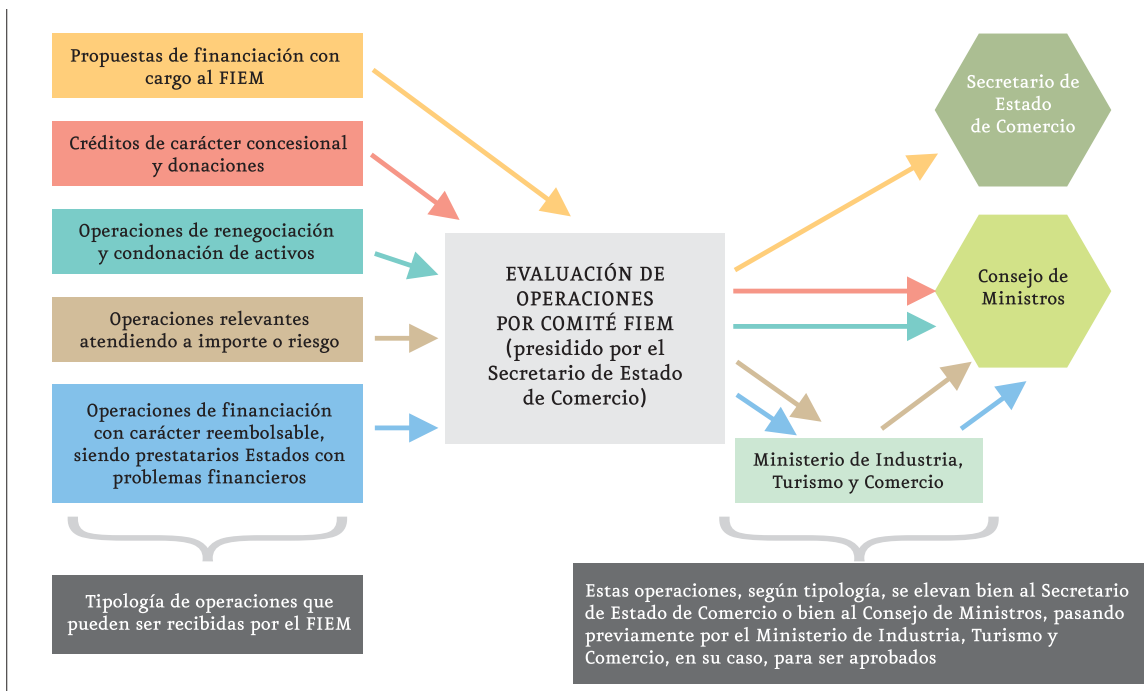
Así, la reforma se concreta en la sustitución del FAD por dos nuevos instrumentos independientes: el Fondo de Promoción del Desarrollo (FONPRODE), instrumento de apoyo al desarrollo, y el Fondo para la Internacionalización de la Empresa (FIEM), con una vocación meramente comercial.

LEY DE REFORMA DEL SISTEMA DE APOYO FINANCIERO A LA INTERNACIONALIZACIÓN: PROCESO DE APROBACIÓN Y ENTRADA EN VIGOR

El proyecto de Ley de Reforma del Sistema de Apoyo Financiero a la Internacionalización de la Empresa Española se materializa en la creación de un nuevo instrumento financiero: el Fondo para la Internacionalización de la Empresa (FIEM). Este nuevo mecanismo financiero nace con un objetivo meramente comercial: apoyar y favorecer la internacionalización de la empresa española hacia países emergentes y en vías de desarrollo de una forma independiente de la ayuda oficial al desarrollo, aunque siempre buscando la compatibilidad y coherencia con los principios de la política española de cooperación al desarrollo.

Con ello se pretende dotar al sistema público de apoyo a la internacionalización de un mecanismo financiero que permita:

Proceso de aprobación de operaciones con cargo al FIEM



Fuente: elaboración propia a partir de la nota del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio: Proyecto de Ley de Reforma del Sistema de Apoyo Financiero a la Internacionalización de la Empresa Española.

- Adaptar los instrumentos financieros a aquéllos existentes en otros países de nuestro entorno.
- Ajustarse a las necesidades del sector privado en un entorno económico mundial más competitivo, permitiendo a las empresas españolas competir en igualdad de condiciones que sus competidores de otros países.
- Acomodarse a los nuevos modelos de internacionalización basados no sólo en la exportación de bienes y servicios, sino también en el desarrollo de proyectos de inversión, transferencia tecnológica y de conocimiento, o la puesta en marcha de proyecto de partenariado público-privado entre otros.

Su implementación, tal y como está actualmente recogido en la actual texto del proyecto de ley, se realizará mediante la concesión de créditos a Administraciones públicas y empresas públicas y privadas de países terceros, principalmente emergentes y en vías de desarrollo, aunque se prevé posible la financiación de proyectos en otros países de interés para la política comercial española, como son aquellos que se enmarcan dentro del Plan Integral de Desarrollo de Mercados (PIDM)¹. No se incluirán países HIPC (países pobres altamente endeudados), con los que sólo se podrán asegurar operaciones de exportación a medio y largo plazo con garantía soberana y por cuenta del Estado.

¹ Brasil, México, EEUU, Japón, Corea, Marruecos, Argelia, Turquía, Rusia, China, India y países del Golfo.

TIPOLOGÍA DE PROYECTOS SUSCEPTIBLES DE SER FINANCIADOS CON CARGO AL FIEM

Los proyectos susceptibles de ser apoyados por este mecanismo son aquéllos de interés para la estrategia de internacionalización de la empresa española. Éstos van más allá de los simples proyectos de exportación de bienes y servicios, queriéndose fomentar igualmente proyectos de inversión de empresas españolas en el exterior, como podrían ser proyectos asociados a la inversión a través de contratos de concesión en régimen de *built, operate and transfer* (BOT), proyectos de partenariado público-privados, proyectos de mecanismos de desarrollo limpio generadores de certificados de reducción de emisiones en el marco del protocolo de Kioto o proyectos de fortalecimiento de la cadena de valor de filiales españolas en el extranjero, entre otros. Hasta ahora, el FAD se concentraba en el apoyo de exportaciones de bienes y servicios de sectores, como bienes de equipo, educación, energías renovables, medio ambiente, sanidad y transporte.

Se otorgará atención preferencial a proyectos y operaciones que fomenten la internacionalización de sectores con alto valor añadido y contenido tecnológico, apoyando especialmente aquellos proyectos que contribuyan a la transferencia tecnológica de equipos y tecnología, así como los que contribuyan a potenciar la inversión del tejido empresarial español en el exterior.

Se contempla igualmente la financiación de asistencias técnicas que permitan mejorar la gestión de proyec-



tos, al igual que estudios de viabilidad, de factibilidad, estudios económicos relativos a la modernización de sectores económicos o regiones, así como los destinados a la modernización institucional de carácter económico. En ciertos casos especiales, la financiación de este tipo de proyectos será no reembolsable.

El FIEM será gestionado por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio por medio de la Secretaría de Estado de Comercio, a diferencia del FONPRODE, que dependerá del Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación.

El FIEM se nutrirá de las dotaciones que se le consigne con cargo a los presupuestos generales del Estado a través del presupuesto de Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. La dotación establecida en los presupuestos será transferida al Instituto de Crédito Oficial (ICO), que será el ente financiero responsable de formalizar los convenios de créditos, préstamos y donaciones con cargo al FIEM. Para el año 2010, una vez que haya sido aprobado en las Cortes y haya entrado en vigor, el FIEM contará con una dotación de 500 millones de euros. Alguno de los recursos del fondo podrá ser canalizado a instituciones financieras multilaterales (IFI), siempre que tenga un claro interés comercial y que la institución financiera beneficiaria otorgue su garantía en el caso de que la financiación sea reembolsable.

SEGURO DE CRÉDITO A LA EXPORTACIÓN

Por otra parte, cabe mencionar que la creación del FIEM lleva aparejada una reestructuración de la regulación del seguro de crédito a la exportación por cuenta del Estado actualmente gestionado por CESCE. Ésta viene recogida en el título II del proyecto de ley. La principal característica de la reestructuración propuesta la constituye el hecho de que, para controlar la generación de deuda en los países de destino y para minimizar el impacto sobre los mismos, se analizará cada operación en relación con el nivel de endeudamiento del país de acuerdo con lo previsto en la Ley 38/2006, de 7 de diciembre, Reguladora de la Gestión de la Deuda Externa y las directrices y recomendaciones de los organismos

multilaterales. Además, el seguro de crédito a la exportación tendrá incorporadas una serie de medidas y controles destinados a evitar el sobreendeudamiento de los países más pobres, que quedarán excluidos de la financiación del FIEM, como ya se ha señalado. El objetivo es reducir los efectos en la generación de la deuda derivada de la cobertura de crédito por cuenta del Estado.

De este modo, tras la aprobación de este nuevo instrumento, las empresas españolas podrán contar con un mecanismo novedoso que dará empuje a otras formas de internacionalización no tradicionales, pero con gran auge en la actualidad, como son el desarrollo de proyectos de inversión en el exterior, y que quedaban fuera del marco de apoyo financiero actual de la Administración pública. Actividades de internacionalización que, por otra parte, contribuirán al desarrollo del país en el que se lleven a cabo, en la medida en que incrementen el volumen de inversión y, por ende, la actividad económica ::

RESUMEN DE LAS CARACTERÍSTICAS DEL FIEM

Definición

Fondo sin personalidad jurídica según artículo 2.2. de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria.

Objetivo

Instrumento para la internacionalización de la empresa española en países emergentes cuya implementación ha de ser coherente con la política de cooperación al desarrollo española.

Beneficiarios

Administración estatal, regional y local y empresas públicas y privadas extranjeras, especialmente de países en desarrollo de renta media y con mercados emergentes. No se incluyen países HIPC (países pobres altamente endeudados).

Forma de actuación

Implementación a través de préstamos y créditos en términos comerciales y concesionales.

Tipo de proyectos

Todo proyecto de interés para la estrategia de internacionalización (proyectos de exportación de bienes y servicios de empresas españolas, así como proyectos de inversión de empresas españolas en el exterior).

Agente financiero

El ICO será el ente encargado de formalizar los convenios de crédito, préstamo o donación.

Fuente: elaboración propia a partir de nota de prensa del Consejo de Ministros del 6 de noviembre de 2009.

El riesgo soberano vuelve a escena



Hace poco más de tres semanas, las noticias provenientes de los Emiratos Árabes Unidos relacionadas con un posible impago del *holding* público Dubai World marcaron un punto de inflexión en el comportamiento de los mercados de deuda pública a nivel global, con especial incidencia en los correspondientes al Área euro. En este sentido, la interrupción en el estrechamiento de diferenciales de deuda frente a Alemania (una medida del grado de penalización que el mercado hace a los distintos emisores de la UME) observado en el último mes dio paso a ampliaciones generalizadas, aunque más intensas en aquellos soberanos que acumulan mayores desequilibrios de sus cuentas públicas.

Departamento de Análisis de Mercados de Afi

DUBAI REABRE LA CAJA DE LAS TENSIONES EN LOS MERCADOS

En la última semana de noviembre, los mercados se vieron sacudidos por una nueva oleada de aversión al riesgo motivada por el temor a un impago por parte de la compañía estatal Dubai World. El emirato árabe había afirmado que, pese a ser un *holding* público, sus obligaciones no estaban explícitamente garantizadas por el Gobierno. El mercado interpretó estas palabras en clave no sólo de riesgo para la compañía, sino también de un potencial *default* del emirato. De producirse, esta quiebra afectaría a distintas entidades financieras europeas con exposición a la región, incrementando de nuevo la presión sobre su cuenta de resultados, en un momento en el que, pese a la fuerte contención de las presiones financieras, todavía no está restaurada la plena confianza en los mercados.

En este contexto, Abu Dhabi ha accedido a ofrecer

su apoyo a Dubai World. El emirato ha concedido un préstamo por 10.000 millones de dólares para que la compañía sea capaz de incrementar su capital circulante y asumir sus vencimientos de deuda previstos para los próximos meses, entre los que figuraba el vencimiento inminente de un bono por importe de 4.100 millones de dólares. Dichos compromisos están supeditados a que la compañía alcance un acuerdo satisfactorio de reestructuración de su deuda pendiente (aproximadamente, 26.000 millones de dólares en las negociaciones con sus acreedores antes del 30 de abril de 2010).

PUNTO Y SEGUIDO: LAS AGENCIAS DE RATING MANTIENEN LA PRESIÓN SOBRE EL RIESGO SOBERANO EN EUROPA

Sin embargo, el riesgo de los Estados ha permanecido en la retina de los agentes más tiempo del que cabría

DÉFICIT ESTRUCTURAL (% DEL PIB)

	2008	2009	2010	2011
Irlanda	-7,1	-10,1	-11,5	-12,5
Grecia	-8,1	-11,3	-11,3	-11,6
España	-4,1	-9,3	-8,5	-8,1
Portugal	-3,5	-6,6	-6,7	-7,5
Francia	-3,9	-7,0	-6,6	-6,5
Bélgica	-2,2	-4,2	-4,4	-4,5
Países Bajos	-1,0	-3,6	-4,4	-4,3
Austria	-1,8	-3,3	-4,3	-4,0
Italia	-3,6	-3,7	-3,7	-3,7
Alemania	-1,1	-1,9	-3,6	-3,5

Fuente: Comisión Europea.

esperar tras la resolución de los problemas en Emiratos Árabes Unidos. Y es que las agencias de calificación crediticia han vuelto a tomar la palabra y han devuelto a los mercados a una realidad que difícilmente podemos dejar de lado, como es el incremento del déficit público y las dificultades a las que muchos países se van a enfrentar a la hora de corregirlos.

Conviene en este punto distinguir las últimas decisiones adoptadas por las agencias de *rating* en Grecia y en España. En Grecia, además del *downgrade* efectuado por Fitch, S&P ha colocado el *rating* en *credit watch*, lo que implica una revisión inminente a la baja de la calificación crediticia de la deuda a largo plazo del Estado griego. En el caso de España, S&P ha situado en negativo el *outlook* para la calificación crediticia de su deuda de largo plazo (AA+), circunstancia que no implica una revisión a corto plazo del mismo, pero que sí podría tener lugar durante los dos próximos años.

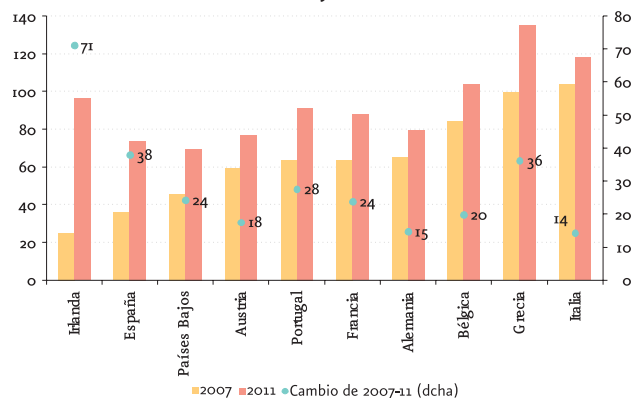
Una vez efectuada esta distinción, podemos analizar los motivos que han llevado a las agencias de calificación a advertir a los Gobiernos. Durante 2009, todos los Estados han adoptado planes de estímulo ambiciosos para contrarrestar los efectos de la crisis y evitar

un deterioro más pronunciado de la actividad; el ajuste del ciclo además ha provocado que, en algunos casos como en el de España, el déficit público se haya incrementado con motivo del hundimiento de los ingresos fiscales y el aumento de los gastos asociados al desempleo. Así, pese a que el deterioro de las cuentas públicas ha sido generalizado, su magnitud no. Y, aunque en repetidas ocasiones se ha mencionado que España cuenta con un nivel de endeudamiento inferior a la media europea (incluso después de la crisis), esta afirmación no está teniendo en cuenta que el incremento marginal del endeudamiento está siendo de los más pronunciados de la región, hecho común a otras economías como Grecia o Irlanda.

Durante 2009, todos los Estados han adoptado planes de estímulo ambiciosos para contrarrestar los efectos de la crisis

Las divergencias entre países trascienden las cifras de endeudamiento y atañen a la mayor o menor predisposición mostrada a la hora de reconducir la posición de sus finanzas públicas. Mientras Grecia apenas ha dado muestras de voluntad de enderezar la situación, Irlanda está llevando a cabo desde 2008 un intenso programa

Deuda pública (% del PIB) y variación entre 2007 y 2011



Fuente: Comisión Europea.

de consolidación fiscal de cara a medio plazo, del que hemos conocido nuevas medidas recientemente. Los inversores comparten en gran medida esta percepción, como muestra el hecho de que, en el último mes, la deuda irlandesa haya sufrido un castigo en los mercados muy inferior, en términos relativos, a otros emisores como Grecia.

En la coyuntura actual, parecería aventurado plantear una reducción de las ayudas a la economía, cuando las expectativas de recuperación son muy débiles

La pregunta que surge a colación es: ¿estos avisos implican la necesidad de llevar a cabo la interrupción de los planes de estímulo? En la coyuntura actual, parecería aventurado plantear una reducción de las ayudas a la economía, cuando las expectativas de recuperación son muy débiles y, en algunos casos, están lejanas. Las advertencias, también en el caso español, vienen a recoger el mismo mensaje que los inversores expresan en el mercado en términos de rentabilidades y diferenciales de la deuda de cada país frente a otros con mejores perspectivas fiscales. Es urgente diseñar, comunicar e implementar un marco de



actuación creíble a medio plazo para retornar a una senda de consolidación fiscal que permita contener la actual deriva alcista en los principales parámetros de riesgo de las cuentas públicas. Es de esperar que, de llevarse a cabo este ejercicio de responsabilidad en un plazo de tiempo razonable, la calificación crediticia de la deuda española no sufriera rebajas adicionales.

CONCLUSIÓN

El desarrollo de planes de saneamiento creíbles es vital y no está ni mucho menos reñido con el mantenimiento de planes de estímulo a corto plazo. La presentación de unas líneas firmes de consolidación de las cuentas públicas en el momento en el que la economía retorne a la senda del crecimiento e, incluso, la reducción de determinadas partidas de gasto que, en la actualidad, pueden suponer un compromiso ineficiente de recursos son aspectos que el mercado, y no sólo las agencias de *rating*, van a valorar muy detenidamente en los próximos meses. Todo ello porque su capacidad de discriminación va a ser mucho mayor, considerando la amplia oferta de papel público y privado prevista para 2010 ::

«SOVEREIGN WEALTH FUNDS»

Los *sovereign wealth funds* son vehículos de inversión de los gobiernos cuyo patrimonio está constituido por activos extranjeros, distintos de las reservas oficiales de los bancos centrales y otras autoridades monetarias (como los ministerios de finanzas). Estos vehículos tienen un perfil de riesgo mucho más elevado que las tradicionales reservas de los bancos centrales, por lo que son gestionados de forma más agresiva de lo que lo hacen las autoridades monetarias.

Atendiendo al origen de los recursos que gestionan los vehículos, podemos distinguir dos tipos de SWF:

1. *Commodity SWF*: gestionan los recursos obtenidos del encarecimiento de las materias primas. Tal es el caso de los fondos de los países OPEP o el fondo diseñado por Chile para gestionar de forma racional los recursos extraordinarios obtenidos a partir del encarecimiento del cobre.
2. *Non commodity SWF*: surgen por elevados superávits por cuenta corriente. Parte del exceso de reservas derivado de la posición exterior superavitaria se destina a estos fondos. Es el caso de los generados en Asia.

Conviene señalar que no se trata de una figura exclusiva de las economías emergentes. Países como EEUU o Noruega también han creado vehículos de inversión para gestionar los recursos obtenidos, en este caso, de las exportaciones de petróleo.

Los riesgos en el comercio internacional



La actividad exportadora se desenvuelve en un marco de gran complejidad en el que la empresa queda sometida a diversidad de situaciones nuevas que aumentan sensiblemente el nivel de riesgo con respecto a la actividad habitual de la empresa en su país. Marcos regulatorios y normativos diferentes al español, normas de contratación desconocidas, instrumentos de pago múltiples, distintas monedas, diferencias culturales, conceptuales o de idioma, entre otros, son factores de riesgo e incertidumbre que, unidos al entorno desconocido de un país extranjero, suponen un reto a la hora de exportar.

Nazareth Estalayo

Antes de emprender cualquier operación, ya sea de exportación o de importación, existe la necesidad de contar con un plan de estimación y gestión de riesgos con el que se pueda identificarlos, evaluar su incidencia y valorar la posibilidad de cubrirlos o asumirlos. ¿Cuáles son los riesgos del comercio internacional y sus principales instrumentos de cobertura?

RIESGOS COMERCIALES EXTERIORES: RIESGO POLÍTICO, RIESGO PAÍS Y RIESGO COMERCIAL

El riesgo político es aquél derivado de las circunstancias políticas y económicas del país en el que se produce de la transacción. Está originado por las medidas políticas de las autoridades del país en cuestión que puedan afectar

la capacidad de realizar transacciones de sus residentes o suponer el incumplimiento de alguno de los objetos del contrato. Por tanto, dependiendo del país con el que trabajemos, tendremos un nivel mayor o menor de riesgo político.

El riesgo político depende, fundamentalmente, de dos parámetros:

- Fuerza mayor: son los riesgos derivados de situaciones de emergencia, como guerras, actos de terrorismo o catástrofes, que pueden provocar que los gobiernos tomen medidas extraordinarias.
- Riesgos de incumplimiento de contrato: riesgo derivado del hecho de que determinadas medidas políticas de un gobierno puedan imposibilitar que nuestros socios co-

merciales sean capaces de cumplir con lo que firmaron en el contrato.

El riesgo país hace referencia a la probabilidad de que un país, emisor de deuda, sea incapaz de responder a sus compromisos de pago de deuda, en capital e intereses, en los términos acordados. En tal sentido, se pueden mencionar tres fuentes de las que proviene el riesgo de incumplimiento de una obligación:

- **Riesgo soberano:** es aquel que poseen los acreedores de títulos de estatales; indica la probabilidad de que una entidad soberana no cumpla con sus pagos de deuda por razones económicas y financieras. Cuantificado en calificaciones emitidas por entidades especializadas en evaluación de riesgos, estiman la posibilidad de que un Estado soberano cumpla adecuadamente sus obligaciones financieras. Para dicha estimación, se basan en factores como el historial de pagos, la estabilidad política, las condiciones económicas y la voluntad de repagar deudas por parte de dicho Estado.
- **Riesgo de transferencia.** Implica la imposibilidad de pagar el capital, los intereses y los dividendos, debido a la escasez de divisas que tiene un país en un momento determinado como consecuencia de la situación económica en la que se encuentra, como, por ejemplo, en países en los que la inestabilidad económica es tal que pueden producirse quiebras de bancos o empresas.
- **Riesgo específico.** Es el relacionado con el éxito o fracaso del sector empresarial debido a conflictos sociales, devaluaciones o recesiones que se susciten en un país y que, en algún caso, pueda contribuir a la quiebra o suspensión de pagos del sector.

Las entidades aseguradoras públicas (ECAS) suelen ser las únicas especializadas en la cobertura de los riesgos comerciales exteriores, principalmente por su coste competitivo

El riesgo comercial es el riesgo derivado de suministrar o vender un servicio o mercancía y de no recibir su pago por parte del importador, bien por una situación jurídica determinada (suspensión de pagos o quiebra) o, simplemente, por una actuación de mala fe. Dentro de los riesgos comerciales, podemos encontrar dos categorías:

- **Riesgo de resolución del contrato.** Esta circunstancia puede darse desde que el importador cursa el pedido hasta el momento en que la mercancía está embarcada. La anulación del contrato por parte del comprador creará un grave perjuicio al exportador, máxime si la mercancía se encuentra en período de fabricación.
- **Riesgo de no aceptación de la mercancía.** La no aceptación de la mercancía es una posibilidad muy similar a la anterior, si bien supone mayores perjuicios para el ex-

portador, ya que la mercancía está totalmente fabricada y ya se ha incurrido en gastos de embalaje, transporte y seguro.

¿CÓMO ASEGURAR LOS RIESGOS COMERCIALES EXTERIORES DE LAS OPERACIONES?

Las entidades aseguradoras públicas (ECAS) suelen ser las únicas especializadas en la cobertura de este tipo de riesgos, principalmente por su coste competitivo. Asegurar los riesgos comerciales en una entidad privada tendría un coste mayor, debido al elevado nivel de incertidumbre para el caso de algunos mercados.

En España, en este contexto de cobertura pública, opera la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE), participada mayoritariamente por el Estado y por los principales bancos y compañías de seguros del país. Es una entidad con capital público cuyo objetivo es proporcionar cobertura a los riesgos del comercio exterior y, en consecuencia, contribuye al fomento de la competitividad de las empresas españolas a nivel internacional.

Otros tipos de coberturas de este tipo de riesgos son el *factoring* y el *forfaiting*. El *factoring* es una modalidad financiera que se plasma en un acuerdo por el cual una de las empresas (factor) ofrece y ejecuta por cuenta de la otra (empresa cliente) una serie de servicios de conformidad con el pacto suscrito entre ambas partes. Suele consistir en que el exportador cede una factura a crédito al factor, es decir, sus derechos sobre créditos a cambio de que ésta se los abone anticipadamente, pero deduciendo de este importe una comisión o un tipo de interés actualizado. Las sociedades de *factoring* pertenecen, en su mayoría, a entidades financieras, ya que los servicios que prestan son fundamentalmente complementarios de estas instituciones.

El *forfaiting* es otra modalidad financiera que lleva implícito el aseguramiento del cobro de la exportación por parte del exportador. A través del *forfaiting*, la entidad financiera anticipa fondos al exportador y le asegura el reembolso de su venta. Los costes de la operación vienen condicionados por los tipos de interés, las comisiones, gastos de cobertura de riesgo político y comercial, etc.

RIESGOS FINANCIEROS

Los riesgos financieros o de mercado son aquellos que se derivan de cambios en los tipos de interés, de cambio, precios de las materias primas y activos de renta fija o de renta variable y por ellos se puede llegar a incurrir en pérdidas cuando se deja abierto alguno de esos riesgos (lo contrario se denomina «cubrir el riesgo» o «tener posiciones cubiertas»). Existen diferentes tipos de riesgos de mercado, clasificables en función de los factores específicos que dan lugar a la aparición del riesgo:



- **Riesgo de tipo de cambio.** Es el riesgo asociado a la variación en el tipo de cambio asumido al negociar divisas o al mantener posición en monedas diferentes. Por ejemplo, si una empresa financia en euros inversiones con retorno esperado en dólares, entonces, en el caso de fortalecimiento futuro del tipo de cambio del euro frente al dólar, se reducirá su margen esperado o, incluso, se incurrirá en pérdidas.

- **Riesgo de tipo de interés.** Es el riesgo de pérdidas ante variaciones en las tasas de interés del mercado. Por ejemplo, si una empresa financia a tipo de interés variable (ligado al euríbor) inversiones con retorno esperado fijo, entonces, en el caso de subida futura del tipo de interés, se reducirá su margen esperado o, incluso, se incurrirá en pérdidas.

- **Riesgo de precio.** Es el riesgo de variaciones en el valor de mercado de determinados activos o pasivos como consecuencia de modificaciones en sus precios. Adicionalmente a las tasas o tipos de interés o de cambio, se habla de riesgo de precio en caso de compra o venta de títulos de renta fija, renta variable (acciones) o de materias primas.

¿CÓMO ASEGURAR LOS RIESGOS FINANCIEROS?

El seguro de cambio es una de las posibles técnicas de cobertura y ofrece ventajas tanto para el exportador como para el importador: ambos evitan incertidumbre sobre el tipo de cambio; además proporciona a los exportadores certeza sobre los ingresos producidos por la exportación, mientras que, a los importadores, les ofrece seguridad en el precio de coste de la mercancía.

Las operaciones de compraventa de divisas deben canalizarse a través del banco central y dichas divisas deben estar admitidas a cotización en el mercado de divisas. Una vez fijado el tipo de cambio, se asegura hasta el día del vencimiento, en el que, independientemente de cómo esté cotizando el tipo de cambio, se procederá a

la compra o venta de las divisas al tipo de cambio que se pactó. En el caso de incumplimiento por parte del titular del contrato, el banco procederá a liquidarlo al cambio establecido y, simultáneamente a la compra o venta en el mercado de contado, abonando o cargando a su cliente los beneficios o pérdidas.

Por otro lado, existen los instrumentos financieros derivados, cuya principal aplicación es la cobertura de los riesgos financieros originados por los cambios en los tipos de interés, de cambio, precio de las materias primas y activos bursátiles. Correctamente utilizados, permiten transferir los riesgos a los que se encuentran sometidos los agentes sin crear riesgos adicionales, permitiendo anticiparse a las consecuencias favorables o desfavorables de dichos cambios. Este hecho permite limitar las pérdidas potenciales y estabilizar los flujos de caja, aportando, además, flexibilidad, rapidez, precisión y bajos costes de transacción.

Los riesgos financieros o de mercado son aquellos que se derivan de cambios en los tipos de interés, de cambio, precios de las materias primas y activos de renta fija o de renta variable

Dentro de los mercados derivados, es posible distinguir entre instrumentos derivados que se negocian en mercados oficiales organizados (futuros u opciones), donde se dan una serie de características, tales como la tipificación o normalización de los contratos, el aseguramiento de las liquidaciones mediante la cámara de compensación, la transparencia de las cotizaciones, el régimen de garantías, la liquidación gradual y final de las diferencias, etc., y los que se negocian en mercados no organizados u OTC (*over the counter* o «a medida»), como operaciones *forward* (acuerdos de entrega y pago puntuales en el futuro) o *swaps* (intercambios periódicos futuros de cantidades fijas o variables), donde las dos partes contratantes fijan en cada caso los términos contractuales de las operaciones convenidas entre ellos ::



«Hemos constatado que la relocalización se dirige hacia otros países avanzados tecnológicamente si la empresa quiere reforzar sus capacidades de I+D+i y hacia países emergentes si el objetivo es reducir costes»

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 la Escuela de Finanzas Aplicadas (Afi).
E-mail: guillen@wharton.upenn.edu

Innovando globalmente

Las empresas llevan ya dos décadas localizando ciertas actividades de apoyo en países emergentes, especialmente las relacionadas con las tareas administrativas, servicios de trastienda (*back office*), centros de atención telefónica y proceso de datos. Entre los principales países receptores de este tipo de inversiones (denominadas *offshoring*), se encuentran Singapur, Malasia, Filipinas, China y, sobre todo, India. En los últimos años, se viene produciendo una reconfiguración geográfica de otro tipo de actividad: la investigación, desarrollo e innovación (I+D+i) de nuevos productos y servicios. Tradicionalmente, las empresas multinacionales desempeñaban estas actividades en su país de origen. En casos muy aislados, localizan en otros países actividades de I+D+i y solamente para adaptar sus productos a las peculiaridades del mercado local o diseñar productos conjuntamente con sus clientes (como en el caso de la industria del automóvil).

En sectores como la electrónica y los semiconductores, sin embargo, la investigación y desarrollo de nuevos productos se lleva a cabo en colaboración entre empresas estadounidenses, europeas y asiáticas. En el sector farmacéutico, la investigación fundamental se continúa verificando en los países más avanzados, pero las empresas cada vez realizan más pruebas clínicas en países emergentes. En la ingeniería y los servicios de consultoría cada vez se hace más I+D+i a través de una red de laboratorios y centros de diseño localizados en varios continentes.

Este proceso de descentralización y relocalización de la I+D+i se ha visto facilitado por varios factores. En primer lugar, la investigación y desarrollo de nuevos productos y servicios se ha especializado y rediseñado de tal forma que distintos equipos pueden trabajar en módulos distintos de un mismo proceso innovador. Un segundo factor coadyuvante es la revolución de las tecnologías de la información y

de las telecomunicaciones, que facilitan la redistribución y coordinación global de las actividades de I+D+i. Por último, hay que resaltar el hecho de que el capital humano cualificado ya no solamente se encuentra en Europa, Estados Unidos y Japón. Países como China, India, Singapur, Corea del Sur y Malasia cuentan con acervos cada vez mayores de personal científico y técnico, cuyos servicios cuestan menos, incluso ajustando por las diferencias en calidad y productividad.

Las encuestas a directivos de empresas multinacionales permiten dilucidar las motivaciones conducentes a la redistribución global de las actividades de innovación. Las dos más importantes son el acceso a personal cualificado y la reducción de costes. Pero existen otro tipo de consideraciones, tales como reducir el tiempo de lanzamiento de nuevos productos, la posibilidad de realizar tareas de I+D+i las 24 horas del día y acceder a nuevos mercados.

En un estudio realizado conjuntamente con los profesores de la Universidad de Oviedo Esteban García Canal y Andrea Martínez Noya he podido constatar dos aspectos importantes de este proceso de redistribución global de la innovación. El primero se refiere a que son las empresas con mayores capacidades tecnológicas las que con más fuerza se lanzan a redistribuir geográficamente sus actividades de I+D+i. En segundo lugar, hemos constatado que la relocalización se dirige hacia otros países avanzados tecnológicamente si la empresa quiere reforzar sus capacidades de I+D+i y hacia países emergentes si el objetivo es reducir costes. Como siempre, me pregunto dónde se sitúa España en este nuevo panorama global de la I+D+i. Me da la impresión de que nos encontramos atenuados entre los países más sofisticados tecnológicamente y los que ofrecen unos costes más reducidos. No es la mejor posición para sacar partido de este importante proceso de reconfiguración geográfica de las actividades tecnológicas ::

El retorno sobre el capital frente al retorno del capital



De cara a afrontar 2010 y a medio plazo, el grueso de la cartera debería estar orientada a estrategias de «ingresos periódicos».

Daniel Suárez Montes

LOS MERCADOS FINANCIEROS EN 2009: DEL INFIERNO A LAS PUERTAS DEL CIELO

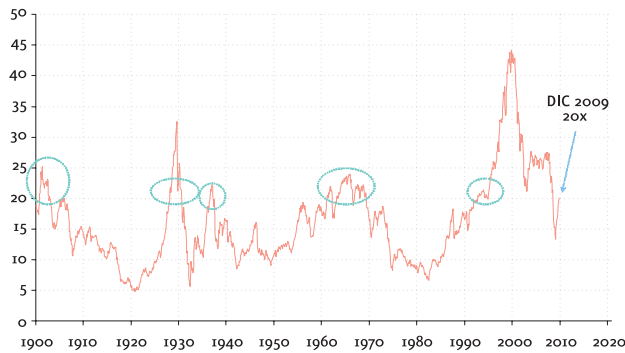
En marzo de 2009, el S&P 500 marcó un mínimo en los 666 puntos, un número que, más allá de implicaciones «diabólicas», elevaba al 56% la pérdida acumulada por el mercado desde los máximos de 2007. Desde entonces, los mercados bursátiles han seguido una trayectoria ascendente con escasos precedentes en la historia de la renta variable, sólo comparable, en intensidad y velocidad, al desplome previo. Así, si el movimiento bajista del cuarto trimestre de 2008 al primer trimestre de 2009 dificultó la salida del mercado al grupo *bullish*, la velocidad e intensidad del rebote desde marzo de 2009 ha dejado fuera a los inversores *bearish*. Las dos fuerzas del mercado están empatadas.

REFLEXIONES SOBRE EL 2010

Antes de valorar los posibles escenarios abiertos para los próximos 12 meses, repasemos los puntos de apoyo del

último rebote en los mercados bursátiles, que avanzan más de un 60% en apenas ocho meses. En nuestro análisis, encontramos tres puntos de apoyo claves para el reciente movimiento alcista de la renta variable: (1) desplazamiento del escenario de deflación, (2) expansión del balance de los bancos centrales y (3) expansión de los déficits de los gobiernos; tres fuerzas, muy interrelacionadas, que han logrado compensar la falta de pulso de consumidores y crédito. Con todo, la suma de estos tres argumentos no alcanza para avalar todo el movimiento alcista de los mercados bursátiles desde los mínimos de marzo de 2009: una revalorización superior al 60% con una expansión del múltiplo de beneficios de siete puntos (de 13x a 20x). Según nuestros cálculos, los tres puntos de apoyo justificarían una recuperación del múltiplo de beneficios hasta niveles de 16x, compatible con un S&P 500 cotizando en el rango 850-900 puntos. Los 250 puntos restantes, que han elevado al S&P 500 hasta niveles de 1.100 puntos, los aportan las expectativas de los inverso-

PER ajustado por ciclo de beneficios (media 10 años) para el S&P 500



Fuente: Afi, R. Shiller.

res sobre el ciclo de beneficios empresariales y la recuperación de los canales de crédito. Son 250 puntos «extra» que esperan una vuelta a máximos de los márgenes empresariales y un reajuste inminente entre las curvas de oferta y demanda de crédito. Son 250 puntos que elevan notablemente el nivel de exigencia sobre las cifras que pueda deparar 2010 en materia de crecimiento económico y evolución del *credit crunch*.

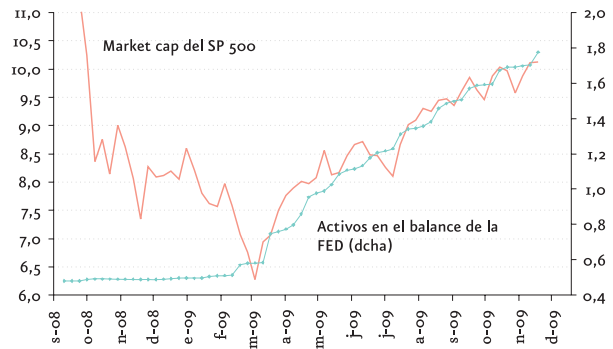
REFLEXIONES SOBRE LOS PRÓXIMOS 10 AÑOS

En marzo de 2009, el S&P 500 cotizaba por primera vez en 17 años por debajo de la media histórica del PER Shiller o PER ajustado por ciclo de beneficios (13x frente a 16x de media). Una valoración que sugería un retorno medio acumulado del 7,6% para los próximos 10 años en el S&P 500.

Nos decantamos por estrategias defensivas (beta baja), orientadas a la preservación de capital, y por selección de valores/sectores buscando la rentabilidad por dividendo

Comparando este 7,6% con el 3% que ofrecían los bonos a 10 años, obteníamos que el diferencial de riesgo era remunerado con un 4,6%: un buen punto de partida para inversores *value* y a largo plazo. Hoy, el S&P 500 cotiza con un PER de 20x. ¿Qué puede aportar a nuestra cartera la compra de un S&P 500 cotizando a 20x beneficios? Poca cosa. A lo largo de los últimos 110 años, han sido varios los episodios en los que el S&P 500 ha cotizado en niveles de 20x beneficios. En la tabla «Rentabilidades del S&P 500 10 años después de comprar con un PER de 20x y proyecciones para el S&P 500», se resumen las ventanas temporales en las que el mercado ha alcanzado ese nivel de valoración y los retornos medios acumulados que ha deparado el S&P 500 en los 10 años siguientes. En la muestra hay un claro *outlier*: la burbuja «punto com», la mayor burbuja en la historia bursátil. En la década de los noventa, a pesar de comenzar con un mercado cotizando en niveles de 20x, la posterior burbuja que elevó

Capitalización bursátil del S&P 500 frente a tamaño del balance de la Reserva Federal (en billones de dólares)



Fuente: Afi, Reserva Federal.

las valoraciones a niveles de 40-45x facilitó que los retornos de aquellos inversores que compraron a 20x beneficios ascendieran, en media, a un 8,4% de rentabilidad anual en 10 años. Si excluimos este período, un inversor que compra un mercado con una valoración de 20x debería esperar unos retornos medios anuales acumulados del -0,5/+1,3%. Poca rentabilidad esperada para el riesgo asumido.

LA ESTRATEGIA DE DIVIDENDOS GANA PROTAGONISMO EN UN ENTORNO DE GANANCIAS DE CAPITAL TAN LIMITADAS

De cara a afrontar 2010 y a medio plazo, el grueso de la cartera debería estar orientada a estrategias de «ingresos periódicos». Atendiendo al *performance* a medio plazo que sugiere una valoración de 20x, los dividendos podrían ser la principal fuente de ganancias para los inversores. Estrategias defensivas (*beta* baja), orientadas a preservación de capital, y selección de valores/sectores buscando la rentabilidad por dividendo son una buena opción para enfrentarse a un mercado que espera un 2010 de intensa reactivación económica y de beneficios empresariales. Con unas expectativas tan exigentes, las tácticas que buscan el retorno sobre el capital pierden peso a favor de las orientadas hacia las que ponderan el retorno del capital ::

RENTABILIDAD MEDIA ANUAL (ACUMULADA EN VENTANA DE 10 AÑOS)

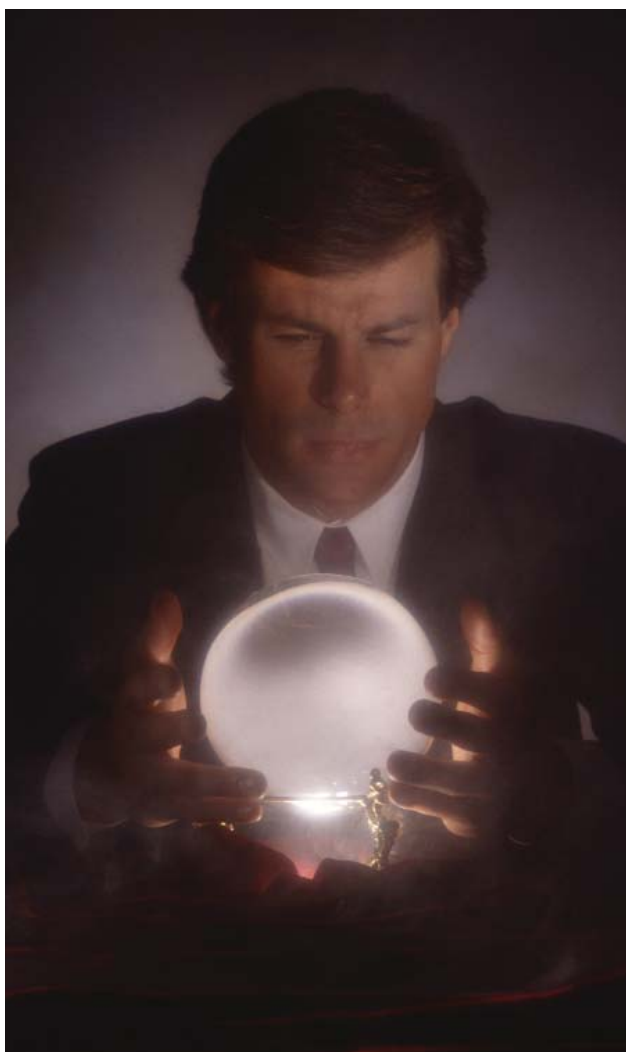
	Media (%)	Máxima (%)	Mínima (%)
1900-1910	1,4	2,8	-0,6
1928-1938	-4,7	-1,2	-7,8
1960-1970	1,2	4,8	-2,2
1990-2000	8,4	9,8	6,5
2010-2020	?		
Media	1,6	4,1	-1,0
Media (ex burbuja 90's)	-0,7	2,1	-3,5
S&P 500 en 2020*	1.284,6	1.636,4	992,2
S&P 500 en 2020**	1.022,7	1.360,3	767,0

* aplicando a la cotización actual la rentabilidad media, máxima y mínima

** aplicando a la cotización actual la rentabilidad media (ex burbuja), máxima y mínima

Fuente: Afi.

Perspectivas para 2010



El ejercicio 2009 ha culminado, de nuevo, con una intensa volatilidad en el mercado de divisas. El dólar cierra en los mismos niveles en los que concluyó 2008 tanto frente al euro como a nivel global. Presentamos nuestras principales recomendaciones para 2010 en relación con las principales divisas.

Pablo Guijarro

Dos mil nueve se ha caracterizado, de nuevo, por una intensa volatilidad en los mercados financieros y, en concreto, en el de divisas. El euro concluye el año con una ligera apreciación frente al dólar (+4%), lo que esconde un movimiento extremo del tipo de cambio, que, en abril, llegó a cotizar en niveles de 1,30 USD/EUR y que, durante el mes de noviembre, se ha situado en cotas superiores a 1,51 USD/EUR. El movimiento frente a la libra ha sido menos pronunciado, con un rango que ha oscilado entre 0,85 GBP/EUR y 0,95 GBP/EUR; en este ir y venir, la libra ha salido favorecida y concluye el año con una apreciación del 6,5% frente a la divisa de la UME.

El euro concluye el año con una ligera apreciación frente al dólar (+4%), lo que esconde un movimiento extremo del tipo de cambio

En el caso de las divisas tradicionalmente utilizadas como fuente de financiación del carry trade, el

franco suizo y el yen japonés, la evolución ha sido muy similar. En ambos casos, el tipo de cambio cierra prácticamente en los mismos niveles que se inició el ejercicio. De esta manera, el yen se encuentra en la actualidad muy sobrevalorado frente al dólar (cerca de un 20%), mientras que el franco suizo concluye en niveles próximos al equilibrio según nuestros cálculos de PPA (1,51 CHF/EUR).

PREVISIONES PARA 2010

De cara al próximo ejercicio, planteamos los siguientes escenarios:

1. USD/EUR. El balance de riesgos entre ambas monedas está muy equilibrado: es cierto que el mercado puede valorar negativamente el incremento del endeudamiento registrado por EEUU y la posible espiral inflacionista que pueda sobrevenir a las medidas de expansión de balance de la Fed, pero ambos temores se verán compensados por las tensiones en las cuentas públicas del área euro y la sobrevaloración del euro, que no goza del respaldo de los fundamentales de la región. Recomendamos la cobertura de pagos en dólares que vayan a tener lugar durante los próximos meses si el tipo de cambio se aproxima a niveles de 1,48 USD/EUR o superiores.

2. GBP/EUR. La sobrevaloración del euro limita su potencial de apreciación frente a la libra en el contexto actual. La incertidumbre con respecto a la capacidad de recuperación del Reino Unido y la velocidad de salida de los planes de estímulo (especialmente, monetarios) desarrollados en aquella economía reducen el margen de apreciación de la libra.

Prevedemos que el tipo de cambio se sitúe en niveles de 0,85 GBP/EUR en la parte final del ejercicio.

3. JPY//USD. Prevedemos una gradual depreciación del JPY dado que el entorno de precios en Japón limitará el margen de elevaciones de tipos por parte del banco central. La sobrevaloración de la divisa nipona y la posibilidad de que la Fed afronte subidas de tipos en la parte final de 2010 son los elementos que pueden reforzar nuestro escenario previsto.

4. CHF/EUR. Prevedemos una depreciación del franco suizo en un contexto de equilibrio en la valoración, especialmente inducida por las intervenciones del banco central para limitar la apreciación del franco y su impacto sobre las exportaciones. Recomendamos la cobertura de cobros en francos suizos durante 2010 ::

¿VOLATILIDAD O CICLO ECONÓMICO?

Durante muchos meses, el comportamiento del dólar se ha alejado de la lógica más fundamental en el análisis del mercado de divisas, en la medida en que ha venido apreciándose aun cuando los datos en EEUU no estaban mostrando señales de recuperación. Se cumplía la correlación entre el dólar y la inestabilidad de los mercados financieros, accentuada por la utilización de la divisa estadounidense como herramienta de financiación del *carry trade*.

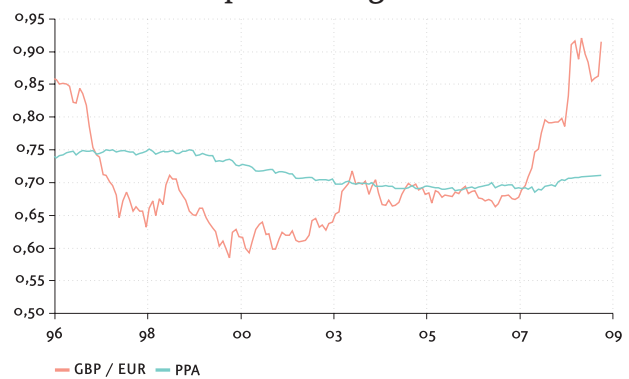
En los próximos meses, el argumento del dólar como activo de refugio perderá validez y cobrará especial importancia la evolución de los datos macro y su traslado a expectativas de inflación y de tipos de interés: la correlación con las variables fundamentales será la protagonista de 2010.

USD/EUR y tipo de cambio de equilibrio según PPA

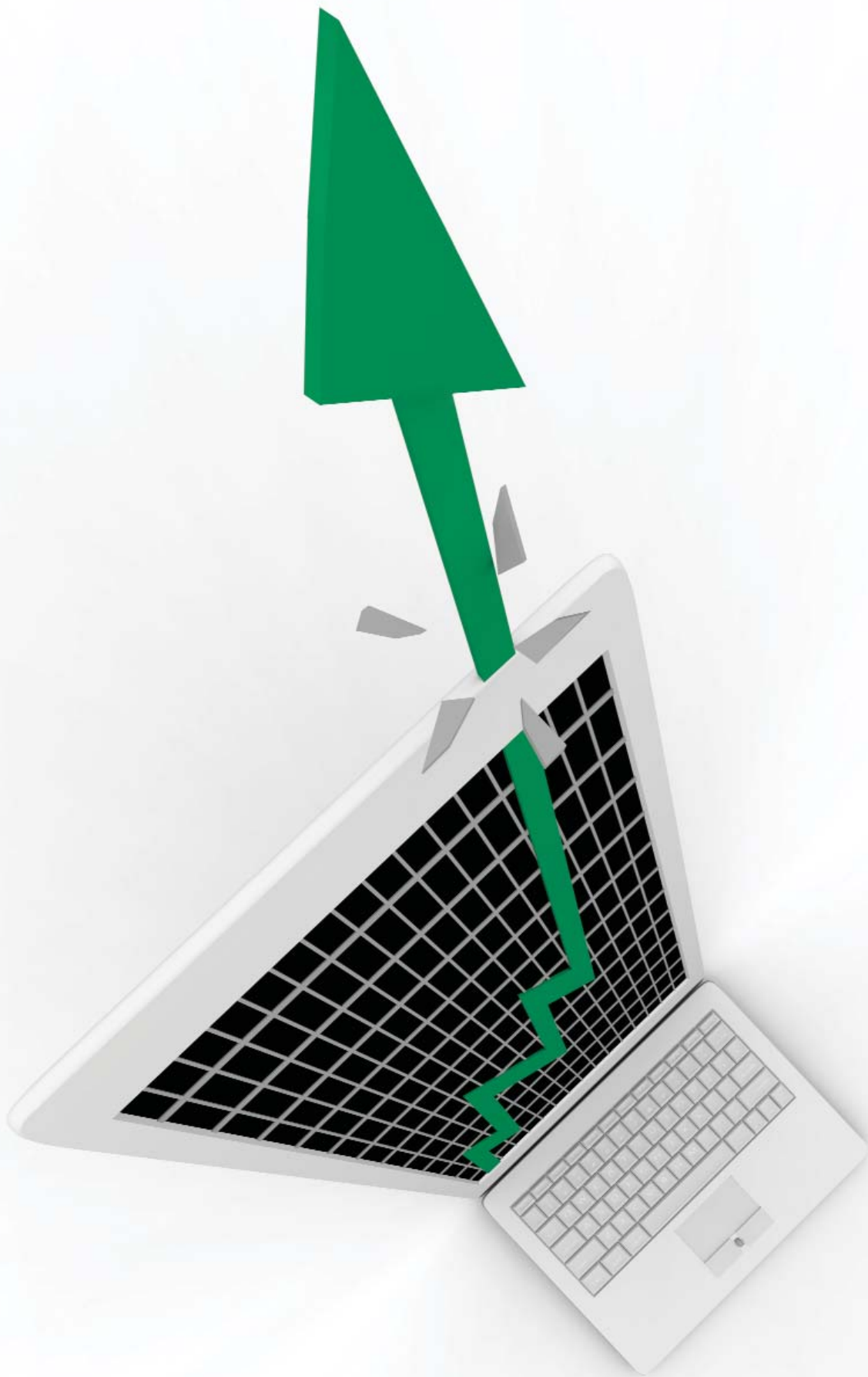


Fuente: Afi a partir de fixing del BCE y Eurostat.

GBP/EUR y tipo de cambio de equilibrio según PPA



Fuente: Afi a partir de fixing del BCE y Eurostat.



América Latina sale de la recesión

Después de varios trimestres consecutivos de contracción económica, América Latina ha confirmado la salida de la recesión en el tercer trimestre, con una recuperación del PIB en las principales economías de la región. La reactivación de los flujos de comercio y de los términos de intercambio explica la reactivación. Ahora bien, con las principales economías del mundo en proceso de corrección de desequilibrios internos, con Estados Unidos a la cabeza, no podemos esperar una etapa de crecimiento de las economías de Latinoamérica equiparable a la registrada en el anterior ciclo expansivo.

Álvaro Lissón

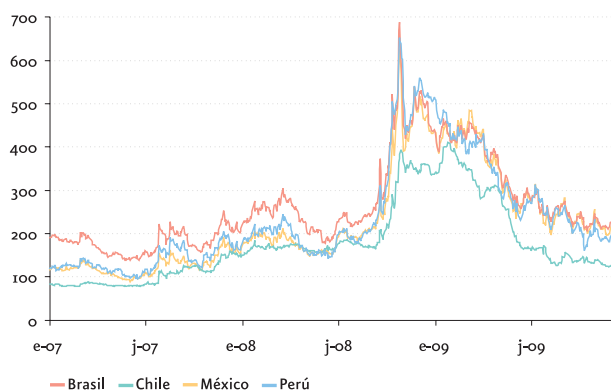
Después de varios trimestres consecutivos de contracción económica, los datos correspondientes al tercer trimestre de 2009 permiten confirmar la salida de la recesión de los países de América Latina en este trimestre, con la recuperación de la actividad industrial como principal factor explicativo, cuando la reactivación de los flujos de comercio mundial y, en concreto, el pulso de la demanda de las economías asiáticas ha desempeñado un papel clave.

Con un avance del 1,3% trimestral, la economía brasileña ha registrado su segundo trimestre consecutivo de crecimiento trimestral positivo, consolidando su papel como principal motor de la región. Otras economías como las de Chile, México y Perú han registrado su primer trimestre de crecimiento tras el episodio recesivo, mientras que las de Argentina y Colombia han experimentado una recuperación más moderada. En adelante, el alza de las materias primas y la recu-

peración del pulso de la demanda global deberían seguir soportando la actividad en la región, aunque bien es cierto que el crecimiento en 2010 será, en media, inferior a la media del anterior ciclo expansivo (5%). Con las principales economías del mundo inmersas en un proceso de corrección de desequilibrios y en un entorno en el que el papel de Estados Unidos como principal país consumidor del mundo va a ir reduciéndose, no podemos esperar una etapa de sólido crecimiento en las economías de Latinoamérica, en las que los flujos de comercio con la primera potencia mundial tienen un papel determinante en su evolución.

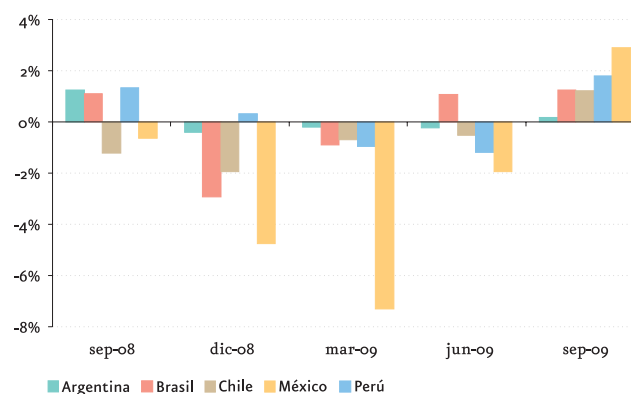
A pesar de la recuperación económica, las presiones inflacionistas siguen siendo insignificantes, con una desaceleración acusada de las tasas de inflación en prácticamente todos los casos. La recuperación económica debería propiciar repuntes de inflación durante 2010, que serán más intensos durante el

Diferenciales de riesgo país en economías de América Latina



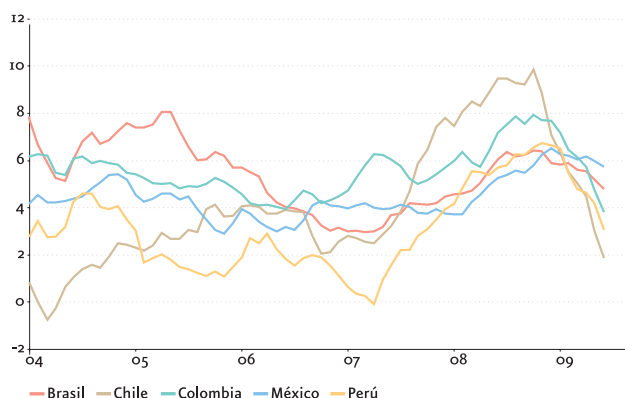
Fuente: Ecowin.

Crecimiento del PIB (tasa trimestral)



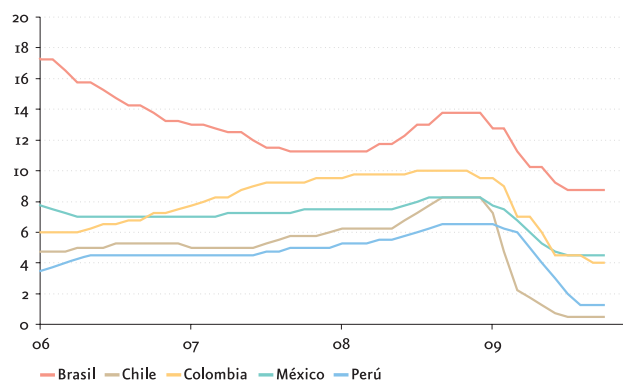
Fuente: Ecowin.

Evolución de la inflación



Fuente: Ecowin.

Tipos de interés de referencia (puntos básicos)



Fuente: Ecowin.

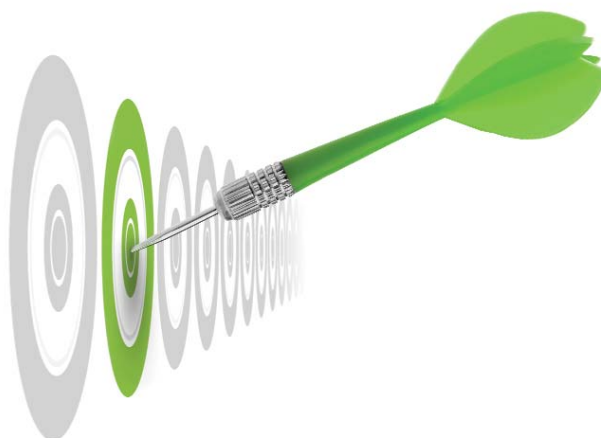
segundo semestre del próximo año, una vez se consolide la recuperación de las demandas domésticas.

A pesar de la recuperación económica, las presiones inflacionistas siguen siendo insignificantes

En este contexto, no esperamos un tensionamiento de la política monetaria mediante subidas de tipos de interés hasta el segundo semestre de 2010, sobre todo en aquellos países en los que los recortes durante este año han sido muy agresivos, como puede ser el caso de Chile o Perú. Por el contrario, en Brasil, pensamos que la evolución de la divisa va a ser clave en las decisiones que pueda tomar el banco central en materia de política monetaria en la medida que subidas de tipos de interés podrían seguir impulsando operaciones de *carry trade* con las consecuentes implicaciones sobre la divisa. No hay que olvidar que el real brasileño cotiza en la actualidad en niveles de 1,70

REVISIÓN A LA BAJA DEL RATING DE MÉXICO

El deterioro de las finanzas públicas en México y la elevada dependencia de sus ingresos fiscales a la evolución del petróleo ha llevado a la agencia de calificación crediticia Fitch a revisar el *rating* de México a la baja: de BBB+ a BBB. Si no se producen mejoras en el terreno fiscal o reformas estructurales que permitan reducir la exposición de las finanzas públicas al petróleo no descartamos que, durante el próximo año, se produzca un nuevo recorte de la calidad crediticia de la deuda soberana de México. En 2010, la incertidumbre acerca del impacto de la reforma fiscal, con recorte de gastos y subidas de impuestos directos e indirectos, y de la recuperación de la demanda procedente de EEUU se configuran como los pilares básicos que determinarán la sostenibilidad de la recuperación de la economía mexicana en el medio plazo.



contra el dólar, un nivel cuya rotura a la baja es motivo de preocupación para el banco central y que le ha llevado recientemente a intervenir en el mercado de divisas y a implantar medidas de control de capitales con el fin de frenar su apreciación.

No esperamos un tensionamiento de la política monetaria mediante subidas de tipos de interés hasta el segundo semestre de 2010

En lo que respecta a los mercados, la reducción de la aversión al riesgo ha llevado a las primas por riesgo país a consolidar su posición en zona de mínimos anuales. Pensamos que el margen de estrechamiento de diferenciales desde los niveles actuales es limitado en el corto plazo. En cualquier caso, de cara a llevar a cabo inversiones con un horizonte temporal de largo plazo, recomendamos la compra de deuda pública de economías con fundamentos estructurales sólidos, con capacidad de crecimiento sostenible y con baja probabilidad de *default*: Brasil, Chile y Perú son nuestras principales apuestas en este sentido ::



CUADRO DE MANDO DEL Seguimiento de la crisis financiera

Departamento de Análisis de Afi

El deterioro de las cuentas públicas pone en riesgo el proceso de salida de la crisis

DIFERENCIALES SOBERANOS

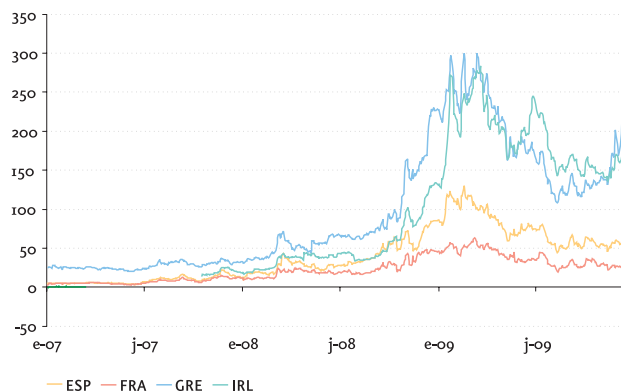
La hipótesis de inversores racionales exige una tasa de rentabilidad acorde con el riesgo asumido en la inversión. Así, los tipos de interés de la deuda de diferentes emisores soberanos deben poner de manifiesto, además de las diferencias estructurales de cada economía, el diferencial de riesgo percibido sobre cada uno de esos países. En el caso de la UME, esas divergencias estructurales son escasas y, por tanto, los diferenciales corresponderán, mayoritariamente, al riesgo específico de cada economía.

Las comparaciones suelen hacerse con el Tesoro alemán, debido a que es la principal economía de la UME, a que su política económica se encuentra entre las más estables del área monetaria y, sobre todo, a que sus títulos de deuda pública son los únicos entregables en el mercado de futuros

Eurex. Por tanto, reducciones de los diferenciales son asimilables a una menor prima de riesgo de dicho Tesoro frente al alemán y viceversa cuando los diferenciales se amplían.

Los recientes «avisos» de las agencias de *rating* sobre la sostenibilidad de los déficit públicos de países como Grecia o España han elevado la percepción de riesgo específico en el entorno de la UME. Los diferenciales soberanos frente a Alemania de los países periféricos (entre los que destacan Italia, Portugal, España o Grecia) se han elevado de forma notoria y, en particular, en este último caso, en el que el deterioro de las cuentas públicas y la profundidad del ajuste son más sustantivos.

Diferenciales en TIR soberano contra Alemania a 10 años (en puntos básicos)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

DEVOLUCIÓN DE AYUDAS

Bajo el nombre de TARP (Troubled Asset Relief Program), las entidades financieras estadounidenses con problemas de liquidez y valoración de activos poco líquidos o dañados consiguieron fondos públicos para superar los problemas derivados de las elevadas condiciones de estrés de los mercados. El Gobierno de los EEUU accedió a inyectar liquidez en dichas entidades a cambio de que, una vez superadas las condiciones de iliquidez de los mercados, devolviesen las ayudas.

En las últimas semanas del año, hemos asistido a la devolución de dichas ayudas por parte de las entidades implicadas, incluyendo dos de los bancos a los que la crisis golpeó más duramente: Citigroup y Bank of America. En ambos casos, la deuda contraída por las entidades frente al Estado ascendía a 45.000 millones de dólares. Estas devoluciones ponen de manifiesto que las condiciones anómalas de mercado que se derivaron de la quiebra de

CAPITAL INYECTADO EN ENTIDADES FINANCIERAS DE EEUU Y DEVOLUCIÓN DE DICHS FONDOS

Recapitalizaciones en EEUU

Entidad	Cantidad (mill. de USD)	Devolución de ayudas
Bank of America	45.000	• 19.290 ampliación de capital privado • 25.710 otros (desinversiones, liquidez, emisión de deuda ...)
Citigroup	45.000	• 17.000 ampliación de capital privado • 3.500 otros (desinversiones, liquidez, emisión de deuda ...) • 25.000 el Tesoro saldrá de su capital social en 6-12 meses
AIG	40.000	
JPMorgan	25.000	• 5.000 ampliación de capital privado • 20.000 otros (desinversiones, liquidez, emisión de deuda ...)
Wells Fargo	25.000	
Goldman Sachs	10.000	• 10.000 ampliación de capital privado
Morgan Stanley	10.000	• 2.000 ampliación de capital privado • 8.000 otros (desinversiones, liquidez, emisión de deuda ...)
PNC Group	7.579	
US Bancorp	6.599	• 2.500 ampliación de capital privado • 4.099 otros (desinversiones, liquidez, emisión de deuda ...)
GMAC	5.000	
Sun Trust Banks	4.850	

Fuente: Afi, a partir de US Treasury, Bloomberg y entidades.

Lehman Brothers están siendo superadas y que la confianza depositada en el sistema financiero ha mejorado.

ÍNDICE DXY

El DXY es un índice del mercado de divisas que mide la fortaleza del dólar frente a una cesta de divisas. El conjunto de divisas frente al que se compara el dólar está constituido por el euro (que tiene un peso del 57,6% en dicha cesta), el yen (13,6%), la libra esterlina (11,9%), el dólar canadiense (9,1%), la corona sueca (4,2%) y el franco suizo (3,6%). Un incremento en el valor del índice equivale, a nivel agregado, a una apreciación del dólar. Por el contrario, cuando el valor del índice cae, el dólar se deprecia en el mercado de divisas.

En las últimas semanas, y debido a (i) la incidencia negativa sobre el euro que está teniendo el incremento de la percepción de riesgo específico en la UME y (ii) el efecto positivo que está teniendo sobre el dólar, la devolución de fondos del TARP y la reciente recuperación del mercado la-

boral, la divisa estadounidense ha salido fortalecida en su cruce con el euro. En concreto, el dólar se ha apreciado más de un 3,5% entre las últimas semanas de noviembre y las primeras de diciembre.

Evolución del índice DXY (base 100 en 1967)



Fuente: Afi a partir de datos de Bloomberg.

Comentario general

En la segunda mitad del año, la mejora de las condiciones de los mercados financieros ha sido ostensible y ha permitido que la autoridad monetaria de la Eurozona haya dado los primeros pasos hacia la retirada de apoyos monetarios. En concreto, el BCE ha anunciado la retirada progresiva de liquidez de los mercados mayoristas mediante la posible supresión de las inyecciones de liquidez *full allotment* a partir de abril de 2010 y la reducción escalonada de los horizontes de financiación de las operaciones de inyección de liquidez al sistema interbancario.

Este paso confirma que el grueso de la crisis financiera ya ha pasado. En esta tesitura, y con el proceso de estabilización en el plano del crecimiento económico en fase de maduración, el principal foco de atención se centra en la estabilidad de las cuentas públicas. Los importantes compromisos asumidos por los Gobiernos, aunque necesarios, han llevado aparejados significativos incrementos en los niveles de endeudamiento y de déficit público, desequilibrios cuya corrección puede ser más complicada que en ocasiones anteriores debido al escenario de debilidad del crecimiento previsto para los próximos años.



«En 2001 sí se producirá la normalización de la política monetaria a un entorno de recuperación económica»

2010: el año de la transición

Ha finalizado un complejo ejercicio 2009 que podemos valorar de manera favorable. Y no tanto porque haya sido positivo, sino porque no ha sido tan negativo como nos temíamos hace 12 meses. El año 2009 ha sido el año en el que se ha resuelto la crisis financiera (en los últimos días, nuevos bancos de EEUU y de Europa han anunciado la devolución de las ayudas de los Estados) y en el que ha comenzado la recuperación económica (sobre todo, en algunos países emergentes). De esta forma, entramos en un año 2010 que podríamos caracterizar como de transición desde la crisis hasta la expansión y en el que las autoridades económicas y monetarias volverán a ser claves, aunque, en este caso, para iniciar la retirada de las medidas de estímulo aplicadas en los últimos meses.

El reto es complejo, ya que la implantación de las estrategias de salida debe realizarse de manera compatible con el avance en la recuperación y ésta no será lineal, sino que se caracterizará por señales contradictorias y momentos de renovadas dudas. Como ejemplo, los problemas de Dubai World para pagar sus deudas, las advertencias sobre la solvencia de Grecia y la tensión de una agencia de calificación crediticia sobre España. Ninguno de estos tres acontecimientos es relevante o, al menos, no tanto como para explicar la reacción de los mercados financieros. Pero la interpretación es clara: los inversores son conscientes de que, a partir de ahora, se irán descubriendo efectos y consecuencias de la intensa crisis financiera y económica vivida en los dos últimos años.

A modo de resaca, iremos constatando efectos de segunda o tercera ronda, de difícil anticipación y cuantificación. ¿Y cuál será la reacción de los gobiernos, de los bancos centrales, de los inversores o de los consumido-

res? Más allá de los debates ideológicos, las medidas de estímulo aplicadas por los gobiernos (en mayor medida, aumentando el gasto que reduciendo los ingresos) han sido eficaces para mitigar los efectos de la crisis económica y para favorecer la recuperación, pero el consiguiente aumento del déficit público ha sido tan intenso que los gobiernos deben reaccionar tratando de recuperar la estabilidad presupuestaria lo antes posible. ¿Serán capaces de hacerlo de tal manera que no pongan en peligro la recuperación económica, pero, al mismo tiempo, generen la credibilidad necesaria entre los distintos agentes, entre ellos los mercados financieros?

Y, desde el frente monetario, los retos no son menos importantes, aunque en este caso la hoja de ruta parece estar más marcada. Así, la primera etapa de la estrategia de salida es ir retirando todas las herramientas no convencionales aplicadas para acabar con los problemas de liquidez y solvencia de las entidades y para reactivar el funcionamiento de los mercados de financiación bancaria. Tanto la Reserva Federal como, en los últimos días, el BCE (con el anuncio de la eliminación de las subastas a 6 y 12 meses y el establecimiento de un tipo de interés variable) ya han dado el primer paso en esta dirección. Que retiren gradualmente base monetaria tendrá un efecto sobre los tipos de interés interbancarios (al alza) que no impactará significativamente en la economía real, pero es una clara señal de advertencia a todos aquellos que estén endeudados: en 2011 sí se producirá la normalización de la política monetaria a un entorno de recuperación económica. Tenemos un año de transición para prepararnos al futuro entorno de tipos de interés más elevados. No se puede decir que no se nos está avisando con tiempo ::

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



«El debate sobre las quiebras soberanas se ha centrado en la deuda emitida en los mercados internacionales, en general en poder de no residentes»

Deuda soberana, fondos soberanos, bancarrotas soberanas

Un aspecto esencial de la arquitectura financiera internacional es el tratamiento de las bancarrotas soberanas. Aunque los títulos de deuda pública se consideran el «activo sin riesgo», las quiebras soberanas son casi tan antiguas como la propia existencia del estado. Felipe II se declaró en bancarrota en cuatro ocasiones a lo largo de su reinado. A pesar de la abundante evidencia de impagos soberanos, el riesgo del Estado marca el nivel mínimo de referencia para el riesgo de los demás agentes de un país porque aquél tiene capacidad para establecer coercitivamente impuestos sobre éstos. Pero existe una diferencia significativa entre la deuda emitida en la jurisdicción propia (normalmente, en moneda nacional) y la emitida en una jurisdicción extranjera (normalmente, en moneda extranjera). Es mucho más fácil reducir el valor de la primera, bien mediante una quiebra o reestructuración, bien mediante inflación. Por eso, el debate sobre las quiebras soberanas se ha centrado en la deuda emitida en los mercados internacionales, en general en poder de no residentes.

La crisis financiera global ha traído consigo un acusado deterioro de las finanzas públicas en los principales países, que ha vuelto a concentrar la atención en el riesgo soberano. La moratoria de Dubai World, entidad de propiedad gubernamental, y las dificultades del Gobierno griego han sacudido a los mercados financieros en las últimas semanas de 2009 y suscitado un vivo debate sobre temas distintos, pero emparentados.

En relación con Dubai, y aunque la entidad que declaró la moratoria no gozaba de garantía del Estado, uno de los aspectos que más sorprendió a los mercados es que los problemas surgieran en un país que cuenta con un fondo soberano de

100.000 millones de dólares en el propio Dubai y otro que se estima en 700.000 millones de dólares en Abu Dabi, el mayor del mundo. Es obvio que existen todo tipo de barreras legales entre las entidades en cuestión, pero ¿es legítimo que un Estado declare una quiebra o moratoria de una parte de sus pasivos internacionales cuando cuenta con unos activos internacionales que podrían cubrir 10 veces el total de los pasivos de la entidad morosa? La paradoja resulta aún más patente si se considera que los principales tenedores de la deuda de Dubai World son bancos de inversión, sobre todo británicos, en los que se concentran una parte significativa de las inversiones de los fondos soberanos de los emiratos. Tras varias semanas de zozobra, Abu Dabi acudió finalmente al rescate de Dubai World, seguramente para evitar males mayores.

El caso de Grecia plantea un problema para la zona del euro. Los mercados financieros parecen pensar que, si no se adoptan medidas drásticas, es dudosa la sostenibilidad de la deuda griega. En caso de impago, ¿debería el resto de la zona del euro acudir en auxilio del Tesoro griego? ¿O debería aplicarse, de acuerdo con el Tratado de Maastricht, la regla de *no bail out* según la cual ningún país, ni la UE en su conjunto, debe hacerse cargo de las deudas de otro país? En entredicho, el Pacto de Estabilidad por su incumplimiento generalizado y la escasa credibilidad de las promesas de enmienda de los Estados miembros, la ruptura de la regla de *no bail out* dejaría a la zona del euro sin mecanismos de disciplina fiscal. Pero, en caso contrario, ¿cuál sería el precio que habría que pagar por un impago de un país miembro? ¿Hasta dónde podría llegar el contagio? El rescate de Dubai por Abu Dabi ¿anuncia un desenlace similar en la zona del euro? Continuará ::

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

Rubén Bernat

DIRECTOR FINANCIERO DE TAVEX

«Innovación y rapidez en el servicio al cliente, lo que llamamos 'speed to market', son claves en el actual escenario del sector textil»



Antes de su incorporación a Tavex, Rubén Bernat ocupó el puesto de *controller* y, posteriormente, el de director financiero corporativo de Torrecid. Es licenciado en ciencias económicas y empresariales por la Universidad de Navarra, con el número tres de su promoción, e inició su trayectoria profesional en 1993 como auditor en Ernst & Young. Se incorporó a Tavex en abril de 2005, desde cuando ha ocupado los puestos de director corporativo de financiación, *risk management* y relaciones con inversores.

Tavex, líder mundial en la fabricación de *denim* (tejido vaquero), tiene actualmente capacidad para producir alrededor de 200 millones de metros anuales de este tejido, de tejidos de algodón y mixtos para *sportswear* y para ropas de trabajo (*workwear*). Con clientes en más de 50 países repartidos por todo el mundo, sus plantas industriales se encuentran ubicadas en España, México, Marruecos, Brasil, Argentina y Chile.

José Fraile

Breve historia de la empresa

Tavex Corporación es el resultado de la unión en el año 2006 de Tavex (fundada en Bergara, España, en 1846, que se inició con el nombre de Fábrica de Hilos, Tejidos y Estampados de Bergara) y Santista Textil (fundada en Brasil en 1929). Dos empresas con una consolidada trayectoria (y a las que, antes de su integración, habían incorporado compañías o plantas de producción en México, Marruecos, Chile y Argentina) de más de 150 años en la producción de tejidos de algodón y, desde los años sesenta, de tejido *de-*

nim, *flats* (los denominados «chinos») y *workwear* (ropa de trabajo). Tavex es proveedor de las principales firmas o marcas internacionales, de segmento moda, *prêt-à-porter* y *fast fashion*; líder en Europa en el segmento *premium* o de *denim* diferenciado de innovación y moda; líder en los segmentos *premium* y *authentic* en América del Sur en *denim* y *workwear* y se caracteriza por estar cercana a los principales mercados (Estados Unidos, Europa y Sudamérica). Tavex cotiza en las Bolsas de Madrid, Bilbao y Valencia y forma parte del mercado continuo español.



Fábrica en Americana (Brasil)

¿En qué consiste el negocio de Tavex?

Tavex es una empresa que se dedica a la producción y comercialización de *denim*. La compañía está muy presente en los segmentos de innovación y moda de alto valor añadido, en los que centra su estrategia desde hace años. Hay que tener en cuenta que el *retail* (marcas y cadenas especializadas y *fast fashion*) ha de hacer frente a la actual crisis con mayores dosis de innovación y creatividad, manteniendo precios adecuados, pero sin perjudicar el posicionamiento de la marca en el medio y largo plazo. La flexibilidad y la rapidez de reacción serán claves en este nuevo escenario, lo que nosotros denominamos *speed to market*. Tavex, con su posición de privilegio en el *denim*, debe aprovecharse del nuevo contexto del negocio.

Por áreas de actividad, los negocios de Tavex son dos: tejido *denim* y *flats* para *jeanswear* y tejido para ropas de trabajo (*workwear*) en Sudamérica.

La oferta de *denim* se complementa con un servicio integral que incluye propuestas de pantalones acabados a nuestros clientes, en ocasio-

nes con diseños y lavados propios. Por otra parte, nuestro negocio de *workwear* se basa en un cuidado servicio al cliente final (industria, aerolíneas, hospitales, etc.). Gracias a este enfoque de servicio, más que industrial, Tavex mantiene posiciones de liderazgo en sus principales mercados.

Para simplificar los cálculos, podemos hablar de que alrededor del 75% de nuestras ventas son de tejidos *denim* y el 25% restante es de *workwear*. En el caso de *workwear*, este negocio se centra principalmente en Sudamérica.

Tavex tiene una cuota de mercado en el segmento del *denim* diferenciado del 11% a nivel mundial y del 4% en el conjunto del tejido *denim* (básico y diferenciado), lo que nos sitúa como el mayor productor de este tejido. Respecto al segmento de ropa de trabajo (*workwear*), su cuota es de alrededor del 35% del total del mercado en Latinoamérica.

¿Con qué instalaciones cuenta Tavex?
¿Cuentan con diferente especialización o todas ellas realizan la misma actividad?

Para hacer frente a los objetivos de los que hemos hablado antes y ser un buen socio de nuestros clientes, Tavex cuenta con una plantilla de 5.000 empleados y 10 plantas industriales distribuidas entre Europa, norte de África, EEUU y Sudamérica. Tenemos instalaciones productivas en Settat (Marruecos), Bergara (España), Paulista, Socorro, Americana y Tatuí (Brasil), Chiguayante (Chile), Tucuman (Argentina) y Puebla y Tlaxcala (México). Con ello, nuestra compañía es capaz de hacer llegar a todos sus clientes sus productos en las mejores condiciones de calidad y servicio. Además, la compañía está presente con relaciones comerciales en más de 50 países por todo el mundo.

Respecto a la pregunta de la especialización, no todas las plantas realizan la misma actividad, ya que nuestro negocio abarca diferentes campos. Y, dentro de estas actividades, el proceso va de la fabricación de los hilados y de los tejidos crudos, hasta los acabados más técnicos y especializados, pasando por la hiladuría, los procesos de tintado, etc.



Fábrica en Americana (Brasil)

¿Cuáles son las razones para la deslocalización en estos países? ¿Qué ventajas competitivas ofrecen a la empresa?

La estrategia de Tavex no es en ningún caso la deslocalización de la producción. Tavex busca dar productos y servicios de alto valor agregado y, para llevar a cabo el desarrollo de producto y dar un servicio integral, hemos de mantener plantas industriales cerca de los clientes prescriptores (marcas y cadenas de distribución) y de los principales polos de confección. Para esto también es importante una base de costes razonables. Dar un buen servicio, una rápida entrega y solución a los problemas requiere estar allí donde nos demanda el cliente, es decir, cerca de su desarrollo, la gente que cose, etc.

¿Quiénes son sus principales clientes?

Somos proveedores de las principales firmas o marcas internacionales, como Dolce & Gabbana, Diesel, Benetton, Guess, Miss Sixty, Billabong, Giorgio Armani, Tommy Hilfiger, Roberto Cavalli, Quicksilver, Blue Cutt, M. Officer, etc. Por tanto, la compa-

ña está muy bien posicionada en las *top brands*. También servimos a cadenas de distribución, como, por ejemplo, Zara, GAP y H&M.

¿Qué previsiones tienen para los próximos años?

Respecto a perspectivas a medio y largo plazo, como negocio de futuro, los tejidos *denim* tiene un claro potencial de crecimiento. Desde hace 40 años, independientemente de crisis económicas, las ventas de *denim* han crecido de manera constante. Adicionalmente, y de cara al futuro, se espera que el mercado de los países asiáticos se «occidentalice», especialmente en el consumo de vaqueros del segmento *premium* (el de mayor valor añadido). Ésta es la principal línea de actividad de Tavex. Por ello, estamos confiados y seguros de nuestro negocio.

¿En qué nuevos mercados se plantean entrar a corto-medio plazo? ¿Cuáles son los mercados que ofrecen mejores perspectivas?

Desde el punto de vista geográfico, Tavex se está centrando en los grandes

mercados de tela vaquera, por lo que dirige su estrategia principalmente a Estados Unidos y Europa mediante la producción a bajo coste cerca de los clientes (México para Estados Unidos y Marruecos para Europa). Por supuesto, sin olvidar que somos uno de los líderes en Sudamérica y queremos mantener nuestra posición de privilegio en esta región. Así también debe ser un foco de crecimiento para la compañía, aunque en este caso quizá sea más a largo plazo.

¿En qué líneas está trabajando la empresa?

Los planes estratégicos de la compañía para los próximos años pasan por continuar nuestra orientación hacia los segmentos *premium* y *authentic* del mercado de *denim*, siendo el líder mundial en innovación de productos y servicios; en segundo lugar, afianzar las plataformas de producción cercanas a los principales mercados de consumo (Europa, América y Asia), que permitan satisfacer la necesidad de servicios de nuestros clientes; en tercer lugar, coordinar la cadena de suministro hasta la confección de las

prendas (y dar a nuestros clientes la capacidad de tener un servicio integral o también llamado *full package*), servicio que nos permite generar una relación más estrecha con los clientes, y, en cuarto lugar, el desarrollo del negocio compatible con el concepto de la sostenibilidad corporativa.

¿Cuáles son los principales proyectos de la compañía a corto plazo?

Los principales proyectos en los que se encuentra inmersa la sociedad son de mejora de la calidad de los productos y del servicio al cliente, dos variables fundamentales en momentos complicados para el sector del consumo como el actual. Para desarrollar esta apuesta, el I+D debe ser el eje principal de nuestra estrategia. Siempre ha sido así, pero, ahora más que nunca, las directrices de Tavex pasan por orientarse hacia artículos de *denim* novedosos y de alto valor añadido. La comercialización de tejidos básicos es el pasado. Tavex dispone de un departamento dedicado íntegramente a la investigación y el desarrollo ubicado en Valencia (España), además de dos centros más de I+D en Americana (Brasil) y Tlaxcala (México). La compañía dedica cerca del 1,5% de sus ventas a I+D.

Tavex también tiene otros proyectos, como, por ejemplo, los de eficiencia energética y de reducción de consumo de energía, en los cuales también estamos trabajando y que consideramos fundamental para el futuro de la empresa y de la sociedad en general.

A la vista de su respuesta anterior, ¿están trabajando en el desarrollo de nuevos productos?

Por supuesto, la compañía siempre trabaja en ello. En este sentido, me gustaría destacar dos novedades de los últimos meses. Así, el pasado verano se produjo el lanzamiento de tejidos tratados con Alsoft Amazontex y, hasta el momento, con muy buena acogida. Alsoft Amazontex fue presentado en París durante la Feria Premier Visión y consiste en un nuevo acabado natural para el tejido *denim* 100% ecológico,



hipoalérgico y biodegradable y que, además, incrementa el confort absorbiendo la humedad y los rayos solares. Asimismo, Alsoft Amazontex es un tratamiento totalmente orgánico, derivado de la planta de cupuaçú y que también contribuye al desarrollo de las comunidades indígenas del Amazonas, respetando y preservando la diversidad ecológica y social del planeta.

También acabamos de presentar un nuevo tratamiento para el tejido vaquero denominado *denim therapy*, que estimula el tono muscular, mejora el equilibrio y ayuda a la recuperación de las lesiones musculares. Incorpora tecnología *gold reflect' line*, un complejo biocerámico que recoge los rayos infrarrojos producidos por el sol y devuelve las radiaciones producidas por nuestro propio organismo. Esta sinergia produce una placentera sensación térmica y de bienestar.

¿Qué proporción de su negocio se genera en el extranjero? ¿En qué países están presentes?

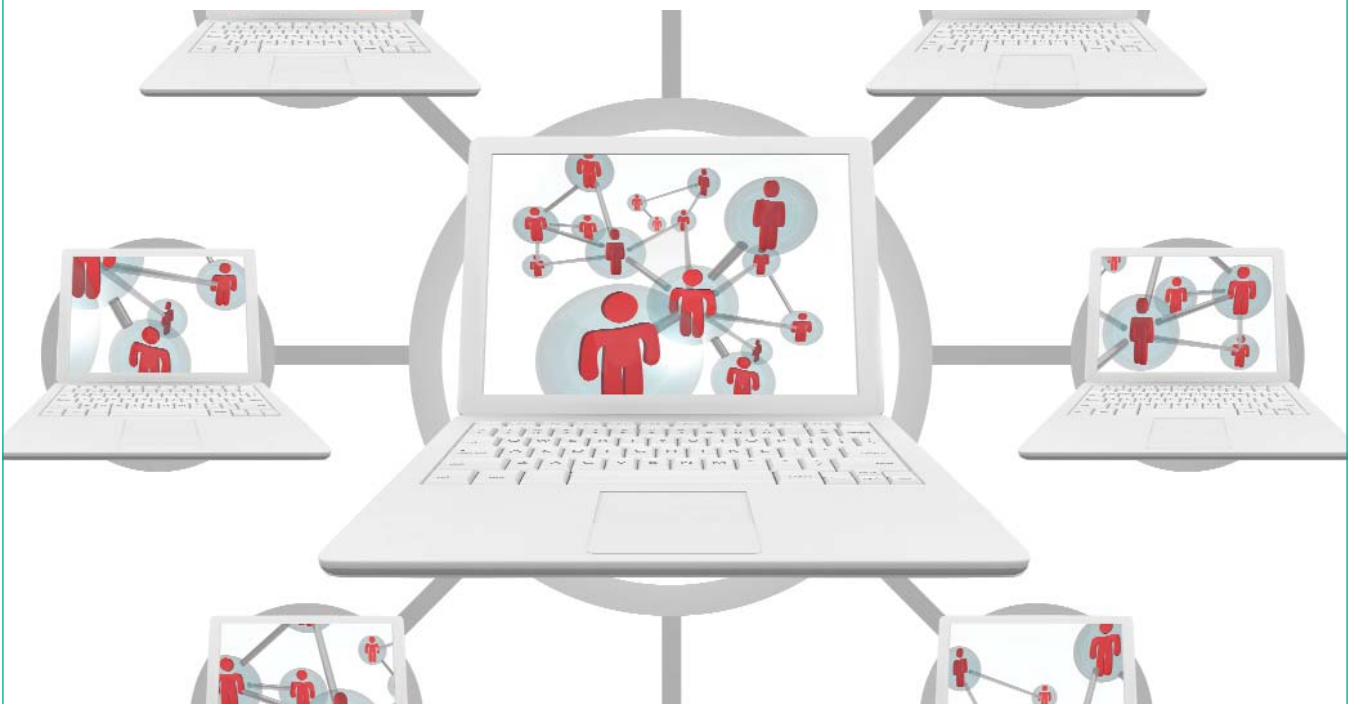
Prácticamente la totalidad de nuestras ventas se generan o proceden del exterior. Únicamente el 2% de nuestros ingresos provienen de España.

Con relación a los países en los que la compañía está presente, Tavex desarrolla su actividad, principalmente, en toda Europa, norte de África, EEUU y Sudamérica. Sin embargo, a través de oficinas comerciales, la firma tiene clientes en más de 50 países.

Dada su posición de privilegio en Brasil, ¿cómo valoran el futuro del país y qué perspectivas para su negocio tienen en la región?

Para Tavex, la situación de la economía de Brasil es especialmente importante, ya que representa un porcentaje muy elevado de nuestras ventas: más o menos el 55%. Brasil es un mercado que presenta una gran capacidad de crecimiento y que ha salido reforzado de la crisis financiera. En este sentido, hemos comprobado cómo en los últimos meses la demanda interna ha sido especialmente fuerte y, de hecho, ya está registrando unas cifras de consumo y ventas *retail* bastante buenas. Por otra parte, la organización de los mundiales de fútbol y de los juegos olímpicos debe estimular el crecimiento del país en los próximos años. Todo ello nos hace mostrarnos optimistas en todos los segmentos de negocio ::

Redes sociales: una nueva herramienta para cubrir vacantes

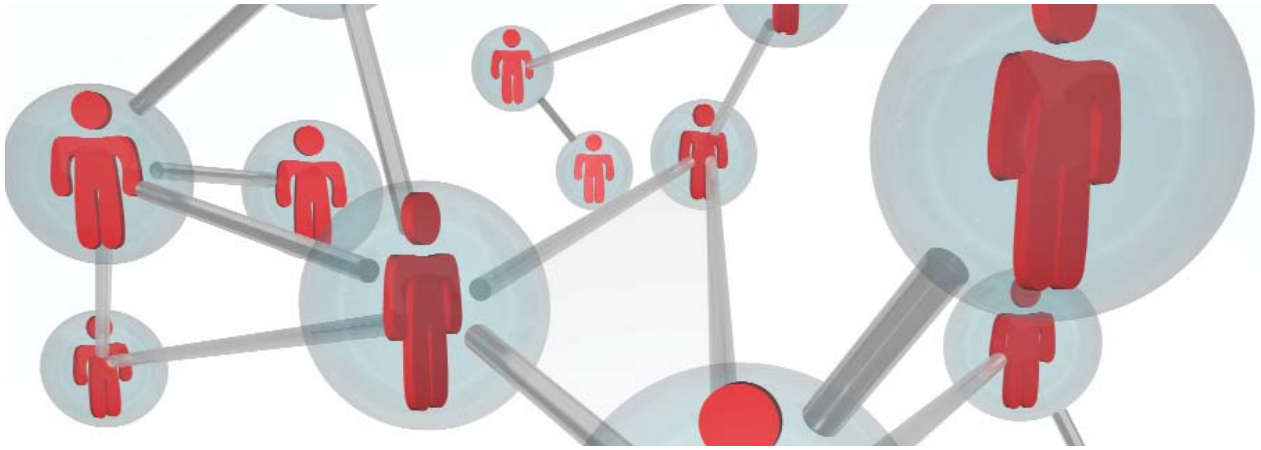


Con la presencia de las nuevas tecnologías en la vida cotidiana, es raro encontrar a alguien que no forme parte de algún tipo de red social en Internet. El crecimiento de estas redes facilita no sólo las relaciones sociales, sino también las laborales, por lo que se han convertido en una nueva vía de reclutamiento al alcance de todos. Aquellos que buscan empleo lo saben. Los *headhunters* también. Como empresa, sáquele partido.

Yolanda Antón

Encontrar al mejor talento en el menor tiempo posible es el objetivo más deseado en el área de recursos humanos. La aparición de los portales de empleo a comienzos de la década de los noventa supuso un salto cualitativo importante y llegó a convertirse en ocasiones en una herramienta eficaz, incrementando las probabilidades de localizar al candidato ideal y reduciendo el coste de contratación y el tiempo de búsqueda del mejor candidato para un puesto.

No obstante, es evidente que los portales de empleo tradicionales han perdido importancia en los últimos años en la medida en que han mantenido el mismo sistema rutinario con el que se iniciaron y que les ha llevado a la obsolescencia e ineficacia actual. En muchas ocasiones, el objetivo final parece ser ofrecer a las empresas unos currículos extensos, aunque no siempre casen con la posición que se ha de cubrir, dificultando la identificación de los candidatos posiblemente válidos.



La evolución de Internet hacia las redes sociales está brindando nuevas oportunidades de reclutamiento para las empresas. Hacerse presente en ferias de empleo o buscar anuncios clasificados en los periódicos está pasando a la historia. El futuro de la búsqueda de empleo en Internet estará basado en la construcción de relaciones alrededor de intereses comunes o complementarios y donde la búsqueda y la oferta de talento tendrán mucho que ver. El hecho de que un individuo se maneje en la red a través de un perfil da como resultado una mayor especialización en cuanto a sus intereses y la compatibilidad de éstos con un proyecto o empresa.

Los portales de empleo tradicionales han perdido importancia en la búsqueda de empleo

El *networking*, la búsqueda de contactos, las redes sociales y el *micro-blogging* son hoy los pilares de la nueva forma de buscar empleo y candidatos.

Para la empresa, las redes sociales se han convertido en bases de datos de candidatos potenciales. Le permiten acceder a un espectro muy amplio de profesionales de diversos países y sectores. Suelen ofrecer datos muy actualizados, aunque el grado de detalle de la información del perfil profesional varía mucho, en función de lo que el pro-

fesional decide mostrar. Son herramientas *on line*, que siempre están disponibles y que ofrecen buenos motores de búsqueda y, además, es un sistema gratuito.

No todas las redes sociales son válidas para la búsqueda de empleo

No obstante, dentro de las redes sociales debemos diferenciar las redes sociales propiamente dichas, es decir, aquellas, como Facebook o Tuenti, cuyo fin básico son las relaciones personales y la posibilidad de compartir información en comunidades virtuales (las oportunidades profesionales que surgen en esas comunidades son semejantes a las que tradicionalmente han existido en círculos de amigos), de las redes profesionales, que se restringen a un entorno profesional y de negocios. A diferencia de las redes sociales más populares, estos sitios pueden ser útiles para encontrar personal de alta categoría, ejecutivos, gente con responsabilidad o que toma decisiones, si bien no nacieron con este fin y, de hecho, la mayoría de ellas han separado claramente en sus portales la sección de empleo de su esencia principal: ser una comunidad en la que profesionales de diversos sectores y nacionalidades establecen relaciones profesionales de distinta naturaleza.

Linked In es la red profesional más grande, con 25 millones de usuarios. Xing, que recientemente

adquirió las plataformas profesionales más importantes del mercado hispanohablante, tiene una fuerte presencia en Alemania (su país de origen), España y China, con más de seis millones de usuarios. Viadeo cuenta con más de 2,4 millones de usuarios en Europa, de los que cerca de 350.000 están en España y 2,5 millones en China.

Cada vez será mayor el contacto directo empleador/candidato

La búsqueda de empleo ya es una especie de ecosistema en el que conviven personas que quieren ser vistas y tratadas como tal, no desean seguir siendo un dato o una estadística y ahora persiguen relacionarse; es por eso por lo que los nuevos objetivos y las nuevas estrategias de búsqueda y selección que pretendan tener éxito deberán estar enfocadas bajo el parámetro de la creación de vínculos que puedan derivar luego en relaciones.

Las empresas empiezan a desprenderse de su papel protagonista y su hermetismo y comienzan a participar y colaborar en el proceso de selección de una forma mucho más abierta y personal. Cada vez será mayor contacto directo empleador/candidato, con actitudes mucho más proactivas que ahora en ambos perfiles. Esas actitudes y el refinamiento de las herramientas de contacto serán la clave de una nueva situación ::

Empresas pioneras en 2010

La actividad empresarial es, sin duda, uno de los principales motores de progreso para la sociedad. Aunque no todas las organizaciones son igualmente dinámicas, la iniciativa innovadora de unas pocas puede tener un efecto en cascada que redunde en beneficios sociales y en la introducción de nuevas tecnologías y procesos al mercado.

Álvaro Martín Enríquez

La ausencia de economías de escala, el complicado acceso a financiación y las dificultades de comercialización son sólo algunas de las limitaciones que mencionan frecuentemente las pequeñas y medianas empresas que no realizan actividades de investigación y desarrollo (I+D). Sin embargo, la I+D y la innovación tecnológica están lejos de ser un coto exclusivo para las grandes empresas, que, si bien están obligadas a recurrir a ellas para mantener su competitividad en un entorno cambiante, se enfrentan ahora a un ecosistema de nuevos entrantes altamente especializados y dinámicos.

Durante los últimos 10 años, el Foro Económico Mundial ha identificado empresas emergentes volcadas en la I+D y en el desarrollo de nuevas tecnologías con impacto potencial sobre la sociedad a través de su programa de pioneros tecnológicos. Esta distinción es un modo de proporcionarles apoyo y de facilitar su acceso a los agentes influyentes en el mundo académico, empresarial o político, lo que, sin duda, puede contribuir a su éxito.

Específicamente, los criterios aplicados para la selección de empresas pioneras son el grado de innovación y de esfuerzo en I+D, el impacto potencial a largo plazo sobre el mercado o la sociedad, la sostenibilidad de su crecimiento, la existencia de un producto o servicio comercializado (como prueba de concepto) y el liderazgo visionario de la compañía, reforzando la importancia del capital humano para llevar a buen término los objetivos de cualquier organización.

Hasta 2009, se habían incluido en el programa 446 empresas, de las cuales el 83% seguían activas a finales del año pasado, con una mayoría de ellas funcionando de manera independiente (79%). Aunque la mayoría de los pioneros del Foro Económico Mundial pertenecen todavía al ámbito de las tecnologías de la información, su cuota ha ido disminuyendo desde el año 2000 en favor de la biotecnología y la salud y, especialmente, de las actividades ligadas a la energía y el medio ambiente. Desde el punto de vista geográfico, Estados Unidos aloja un 62% de los pioneros, frente al 26% de Europa y el 7% de Asia,

aunque empiezan a surgir empresas destacables en todos los continentes.

Un análisis de las empresas pioneras en 2010 da una muestra del estado de la técnica y de algunas líneas de investigación tecnológica. En el área de la salud, los pioneros trabajan en la creación de nuevos fármacos contra el cáncer, el desarrollo de dispositivos de monitorización médica a distancia y en la microadministración de fármacos a pacientes monitorizados. Las prioridades en el campo de la energía y el medio ambiente se centran en el desarrollo de combustibles y fuentes de energía alternativas, las tecnologías de almacenamiento de electricidad (baterías), las nuevas técnicas de reciclaje y la eliminación de residuos. La versatilidad de las tecnologías de la información hace que estas empresas ofrezcan una mayor diversidad de productos innovadores, orientados a la gestión de negocios, la publicidad, los contenidos audiovisuales, las comunidades y redes sociales, los pagos o el propio desarrollo de *software*. Todas ellas son empresas de las que oiremos hablar este año ::



Estructura de capital ante el proceso de desapalancamiento bancario

Las restricciones crediticias que están afectando a las empresas van a conllevar necesariamente un proceso de desapalancamiento del pasivo de las compañías, que deberán buscar fuentes de financiación alternativas tanto de deuda como de capital. En este contexto, la reflexión sobre la estructura de capital es, si cabe, más relevante que nunca.

Pablo Mañeco



Las empresas se enfrentan actualmente a un fuerte racionamiento del crédito de las entidades financieras en un contexto de desapalancamiento generalizado del sector bancario, que, obligatoriamente, debe conllevar modificaciones en la estructura de capital de las compañías en factores como:

- La intensificación del proceso de desintermediación bancaria.
- La diversificación de fuentes de financiación.
- La utilización de instrumentos de financiación innovadores.
- La financiación en mercados internacionales, con financiadores extranjeros y en otras divisas.
- La búsqueda de nuevas ventanas de captación de recursos de capital.
- La gestión de los instrumentos de retorno al accionista.

En este contexto, la gestión de la estructura de capital en sus múltiples vertientes constituye un aspecto clave en la estrategia actual de las empresas no financieras.

AUMENTO DE LAS EMISIONES DE DEUDA CORPORATIVA

Así, durante el ejercicio 2009, se ha producido un fuerte crecimiento de las emisiones de bonos por parte del sector corporativo europeo. Ante las mayores dificultades para obtener financiación bancaria tradicional, debido al proceso de desapalancamiento en que se encuentran la mayoría de entidades financieras, las empresas se han visto obligadas a diversificar sus fuentes de financiación.

Es previsible que la actual tendencia hacia una mayor apelación a la emisión de valores frente a los préstamos bilaterales o sindicados se consolide durante los próximos años, pues el proceso de adelgazamiento de balances bancarios es un proceso a medio plazo y porque las empresas aprovecharán la oportunidad de diversificar sus fuentes de financiación para liberarse de parte del corsé que una financiación sindicada o bilateral supone en términos de exigencias de garantías y condiciones.

La gestión de la estructura de capital en sus múltiples vertientes constituye un aspecto clave en la estrategia actual de las empresas no financieras

Aunque las emisiones de empresas con calificación crediticia han dominado claramente el mercado primario en 2009, también se han lanzado al mercado numerosas emisiones sin *rating*. Ello constituye un claro síntoma de creciente madurez del mercado de capitales europeo, que, poco a poco, se acerca a los niveles de profundidad del mercado de capitales estadounidense, aún el más eficiente y profundo del mundo.

Las emisiones públicas en mercado mayorista siguen copando el grueso de operaciones en los últimos meses, si bien es destacable también la emergencia de

Emisiones de bonos y préstamos



Fuente: Bloomberg.

otros dos segmentos del mercado de capitales: por un lado, las emisiones en formato privado o colocaciones privadas, en las que la identificación de la demanda por parte de determinados inversores resulta clave, y, por otro, las colocaciones realizadas en mercados domésticos y destinadas a colectivos de inversores minoristas.

Finalmente, estamos asistiendo a una creciente utilización de múltiples instrumentos de deuda, capital o híbridos. Destaca, en especial, el caso de los bonos convertibles, con numerosas colocaciones realizadas entre empresas cotizadas con o sin calificación crediticia. Este complejo instrumento está configurándose como una vía alternativa para acceder a los mercados de capitales para emisores corporativos con baja o nula presencia histórica en los mercados de valores.

REFLEXIÓN SOBRE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

El contexto actual es propicio para que las empresas diversifiquen sus fuentes de financiación, aprovechando el abanico de oportunidades que el mercado de capitales ofrece gracias a la actual situación de bajos tipos de interés y, por tanto, mínima retribución del ahorro.

El momento actual es el adecuado para que las empresas abran una reflexión en relación con su estructura actual de financiación.

Esta reflexión debe sustentarse en el análisis de los siguientes parámetros principales:

- Nivel de endeudamiento total y relativo (en relación con la capacidad de generación de resultados y flujos de caja).
- Instrumentos de financiación empleados por la empresa. Contraste con los existentes en mercado.
- Adecuación de los flujos de caja operativos generados a las obligaciones financieras. En caso de que ambos flujos no estén acompañados, las compañías deberían plantearse acometer procesos de reestructuración de su deuda.
- Coherencia entre el endeudamiento y sus condiciones y el riesgo del entorno.



- Evaluación del nivel y condiciones de endeudamiento de empresas similares.
- Equilibrio entre el valor que aporta la deuda y el riesgo de que la deuda cree desequilibrios financieros.
- Evaluación del coste de endeudamiento que soporta la compañía: análisis de los costes asumidos por empresas comparables y estimación del *rating* teórico en función de características cualitativas y financieras de las empresas.

El Mercado Alternativo Bursátil constituye una nueva ventana para la captación de capital para empresas de menor dimensión

La elección de una estructura financiera debe tener en consideración las ventajas e inconvenientes ligadas a estructuras apalancadas. Como ventajas:

- Deducibilidad de los gastos financieros: a diferencia de los dividendos, los intereses computan como gasto a efectos del impuesto de sociedades. La deuda permite reducir el pago de impuestos.
- Minimización del coste promedio ponderado del capital: aumento del valor de la empresa.
- Mayor disciplina para los gestores: control de la sobreinversión (*overinvestment*).

Como inconvenientes:

- Problemas de subinversión (*underinvestment*): empresas fuertemente apalancadas pueden descartar oportunidades de inversión atractivas por la percepción de que pudieran provocar problemas de insolvencia. Racionamiento de inversiones en formación, publicidad, I+D

(factores de crecimiento futuro de la empresa).

- Costes directos de bancarrota: pérdida de eficacia en la gestión operativa, pues se presta mayor atención a la gestión de la deuda.
- Implicaciones negativas en el negocio operativo ligadas a una revisión de la baja de la calificación crediticia.

EL MAB COMO NUEVA VENTANA DE CAPTACIÓN DE CAPITAL

El proceso de despalancamiento que va a afectar a muchas compañías exigirá, en algunos casos, la necesidad de aumentar la capitalización. En este sentido, el Mercado Alternativo Bursátil (MaB) constituye una nueva ventana para la captación de capital para empresas orientado a compañías de menor dimensión que las que cotizan en el mercado continuo y con unos requisitos de incorporación y permanencia menos exigentes.

Durante el año 2009, dos empresas han comenzado a cotizar en el MaB y las previsiones apuntan a que en 2010 el número aumente sustancialmente.

El proceso de salida al MaB conlleva para las empresas los siguientes pasos:

- Fase de estudio: análisis de la adecuación de la empresa al MaB, impacto en la compañía, argumentación ante los accionistas, análisis del *momentum* de mercado, etc.
- Desarrollo del plan de negocio y valoración.
- Proceso de salida: diseño de la estructura, definición de rango de precios, desarrollo del folleto informativo, búsqueda de bancos colocadores, presentación a inversores, etc.
- Fase de cotización: gestión de la relación con inversores y supervisores, contacto con el proveedor de liquidez, etc. ::

Año nuevo...

Año nuevo, normas nuevas. Uno de los textos con los que hemos terminado el año 2009 es la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI), que el Gobierno aprovechó para modificar otros textos normativos como, por ejemplo, la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF).

HACIENDA FLEXIBILIZA LA FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS POR SUS ACCIONISTAS

Hasta ahora, los rendimientos del capital mobiliario, como son los intereses obtenidos de la cesión a terceros de capitales propios (préstamos/créditos) a una sociedad vinculada con sus accionistas, son objeto de un tratamiento diferenciado al considerarse rentas de la base imponible general del IRPF (tributando a un tipo marginal máximo del 43%) y no del ahorro, en la cual se integrarían de no existir la citada vinculación tributando al tipo reducido aplicable a dicha renta (19-21% en 2010). Esta norma suponía una discriminación negativa de la financiación ajena otorgada por los propios accionistas de la sociedad en comparación con préstamos o créditos otorgados por otras entidades (por ejemplo, los bancos), en idénticas condiciones de mercado.

SUBCAPITALIZACIÓN («THIN CAPITALIZATION») PARA OPERACIONES DOMÉSTICAS

La novedad introducida por la Ley de las SOCIMI, con efecto retroactivo desde 1 de enero del 2009, consiste en que únicamente se integrarán en la mencionada base imponible general de los accionistas los intereses que se correspondan con el importe en el que el principal de préstamo supere en más de tres veces la participación de los fondos propios y que proporcionalmente se les corresponda en la entidad, tomándose al efecto de dicho cálculo los fondos propios que figuren

en el balance cerrado con anterioridad a la fecha de devengo del impuesto (31 de diciembre), así como el porcentaje de participación del contribuyente a esa misma fecha, y, por su parte, los intereses que estén dentro de dicho límite tributarán en la base imponible del ahorro en la escala reducida del 19/21% que ha aprobado la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2010.

Hasta ahora, los intereses de préstamos concedidos por socios, consejeros, etc. a entidades vinculadas tributaban en la base imponible general (escala progresiva) y no en la base del ahorro (tipo reducido)

La novedad introducida establece una distinción en función del grado de endeudamiento de la entidad con la persona física vinculada que le concede la financiación. Así, la nueva re-



Paula Ameijeiras y Antonio Pina

dación ha tomado como referencia el límite fijado por la normativa del impuesto sobre sociedades para apreciar la denominada subcapitalización, situación por la que se procura la financiación de una entidad no mediante aportaciones a los fondos propios, sino por el endeudamiento excesivo con personas vinculadas no residentes, la cual no se daría si no mediase dicha relación de vinculación entre prestamista y prestatario y la obtención de ventajas fiscales (deslocalización fiscal de rentas).

Los contribuyentes con vinculación, pero sin participación en el capital, deberán tener en cuenta para el cálculo del límite un porcentaje del 5%

Veamos un ejemplo. El Sr. X tiene el 50% de la sociedad A, S.L., constituida con el capital mínimo (3.000 euros). La sociedad tiene unos fondos propios de 4.500 euros correspondientes a 3.000 euros de capital social y 1.500 euros de reservas por beneficios acumulados de años anteriores. Para financiar, X ha concedido un préstamo de 100.000 euros a la sociedad que devenga intereses anuales del 5% (5.000 euros):

Fondos propios que corresponden a X:
 $50\% \times 4.500 = 2.250$ euros
 Límite de endeudamiento con vinculados: $3 \times 2.250 = 6.750$ euros
 Intereses que tributan en la base del ahorro: $6.750 \text{ euros} \times 5\% = 337,50$ euros
 Intereses que tributan en la base general: $(100.000 - 6.750) \times 5\% = 4.662,50$ euros ::



«Para mí, un comportamiento sofisticado es un comportamiento liviano y a la vez sustantivo»

El Buda y la creación de valor¹

Hoy me siento estupendo y voy a hacer una incursión en la literatura del *management*. Aunque soy un economista «todoterreno», nunca había escrito de estos temas. Así, pido de antemano la indulgencia del amable lector si saco los pies del tiesto.

Me preocupa desde hace cierto tiempo toda esa letanía sobre la creación de valor. Como encuentro que hay mucho de interesante en este tema, aunque observo con circunspección lo mucho que se abusa del mismo, he decidido que una modesta contribución por mi parte al océano del valor no se notará demasiado si meto la pata y, si acierto, pues ahí queda para lo que «valga».

Me gustan los comportamientos sofisticados. Pero, a lo mejor, tengo una idea de la sofisticación que no se corresponde con la de mucha gente. Para mí, un comportamiento sofisticado es un comportamiento liviano y a la vez sustantivo. Liviano porque no deja huella material profunda, porque es sostenible (nueva letanía, por cierto), porque no incomoda compitiendo por un espacio escaso o un oxígeno vital para otros seres. Sustantivo, porque prescinde de lo accesorio, de lo glamuroso, porque no distrae a nadie de lo que verdaderamente importa (si acaso lo supiéramos).

Como vivimos en la sociedad de la imagen (y del sonido, vulgo ruido), voy a utilizar una imagen para expresar lo que, gráficamente, para mí al menos, representa un comportamiento sofisticado, un comportamiento liviano y sustantivo. Esa imagen es la del Buda. Un Buda en su característica posición del loto es un ser ingravido, a punto de levitar. No deja huella. Y, sin embargo, es también un ser concentrado en lo fundamental, en busca de lo verdaderamente valioso, de la iluminación que lo aparte del ciclo incesante de sufrimiento y sensaciones negativas. ¿Funciona la metáfora? Bien, eso es para mí un comportamiento sofisticado.

Esta imagen me conviene a efectos expositivos, pero va más allá de esta conveniencia. Si fuésemos capaces de adaptar nuestros comportamientos personales, empresariales, institucionales, políticos, cívicos y sociales a estas dos

premisas de liviandad y sustantividad, a lo mejor conseguíamos ser más eficaces, más eficientes, más prósperos y, por añadidura, más felices. ¡Uf, vaya sermón!

Pero el caso es que, si observamos con algo de discernimiento (no hace falta mucho, la verdad) lo que hacemos o nos hacen, encontraremos pocas ocasiones en las que ambas premisas se cumplan. Ello implica que nuestros actos están llenos de tiempo perdido, enfados improductivos, sensaciones negativas que nos desvían de una acertada apreciación de nuestras oportunidades en la red de relaciones que formamos con los demás. En suma: llenos de pólvora gastada sin dar en la diana. Ya se lo advertí, hoy tenía ganas de complicarme la vida.

Vamos acabando. Crear valor sobre la base de comportamientos sofisticados en el sentido que he dado a esta palabra es crear valor del bueno. Valor de suma positiva. Claro que habría que cambiar muchas cosas, renunciar a otras tantas que hoy no son nada sofisticadas (por ejemplo, conducir un automóvil en una ciudad congestionada, por guay que sea el cochecito en cuestión), puede que reconvertir sectores enteros, con los consiguientes descascabros para la actividad empresarial o el empleo, etc. Ya me imagino lo que están pensando: imposible, eso es el suicidio económico. Les aseguro que hay mucha gente y muchas organizaciones que están adoptando ya este enfoque para la creación de valor. Y les va muy bien. Éste es el verdadero cambio de modelo, ¿no?

Podemos seguir haciendo el tonto como hasta ahora confundiendo la sofisticación con el glamour y el exceso. Podemos también seguir utilizando jergones oxidados para cerrar las fincas rústicas (y hasta las urbanas, que también se los ve por ahí). Podemos perseverar en la construcción acelerada de una sociedad de «achicoria para todos» y «cascote visto». El quiero y no puedo nacional. Pero, entonces, el siglo pasará de nosotros. Entre estos extremos no cabe sino un camino medio aún peor. También podemos volvernos algo más livianos y sustantivos, más valiosos. Le haremos un gran favor al siglo XXI ::

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

¹ Agradezco la interacción con Javier López Somoza, Reyes Maroto y Pablo Alonso. A ellos se debe lo más sensato de esta columna. El resto es fruto de mi empecinamiento.

PRODEXPO 2010

Del 8 al 12 de febrero de 2010 tendrá lugar en el recinto ferial Zao Expocentr (Moscú, Rusia) la decimoséptima feria internacional Prodexpo, dedicada al sector de agroalimentación y bebidas. Esta feria tiene periodicidad anual y es de carácter exclusivamente profesional, abarcando mayoristas y minoristas de productos transformados, bebidas y productos para la industria alimentaria.

Prodexpo es la principal feria del sector de entre todas las que se celebran en Rusia y, por tamaño, es la mayor de toda Europa oriental, de forma que constituye un relevante escaparate para aquellas empresas interesadas en comenzar a operar en el mercado ruso o a consolidar su presencia en el mismo.

Éste será el primer año que la organización ferial india (IMTMA) ha separado la feria en dos ediciones, que se celebrarán en años alternos: una sólo dedicada a maquinaria de arranque y sus componentes (Imtex) y la otra dedicada a maquinaria de herramienta de deformación y sus componentes (Imtex Forming).

Con una población de 143 millones de habitantes, Rusia es un mercado que sigue presentando interesantes oportunidades para los productos agroalimentarios de importación, sobre todo en Moscú y San Petersburgo, principales focos de consumo del país.

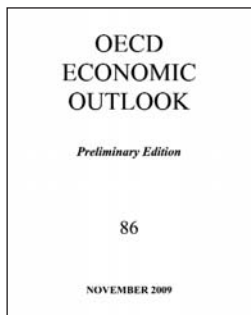
Prodexpo, feria visitada prácticamente por todos los distribuidores relevantes de estas dos ciudades, también constituye la exposición de referencia para los operadores del resto de regiones de Rusia y de países del entorno de Bielorrusia, Ucrania, Armenia y Asia central.

En la anterior edición, la feria contó con 1.850 expositores procedentes de 57 países diferentes. El número de visitantes profesionales ascendió a 44.080, todos ellos de carácter profesional, de los que el 94% eran locales y el 6% extranjeros. El pabellón español contó con una superficie de 1.053 m², en el que estuvieron presentes 86 empresas ::

	LUGAR	FECHA	ORGANIZA
FERIAS CON PABELLÓN OFICIAL			
PROWEIN 2010 Sectores: vino y bebidas alcohólicas	Düsseldorf (Alemania)	Del 21 al 23 de marzo	Contacto: Cristina Saura Tlf: 91 349 18 46 E-mail: cristina.saura@icex.es
CTIA WIRELESS 2010 Sectores: aplicaciones, contenidos y servicios a móviles	Las Vegas (Nevada, Estados Unidos)	Del 23 al 25 de marzo	Contacto: Maribel Martín Tlf: 91 349 18 61 E-mail: maribel.martin@icex.es
Feria Internacional de Trípoli 2010 Sectores: equipos y accesorios para comunicación por cable. Radiodifusión y producción. Telecomunicaciones	Trípoli (Libia)	Del 2 al 12 de abril	Contacto: Rosa M ^a García Tlf: 91 349 63 39 E-mail: rosa.m.garcia@icex.es

MISIONES COMERCIALES Y PARTICIPACIONES AGRUPADAS			
Misión comercial inversa: encuentros de distribución en Feria Alimentaria 2010 (Food & Drink Business Meetings) Sector: alimentación y bebidas	Barcelona (España)	Del 22 al 26 de marzo	Federación Española de Industrias de Alimentación y Bebidas (FIAB) con la colaboración y apoyo del ICEX Tlf: 914 117 211 E-mail: fiab@fiab.es
The London Book Fair Sector: industria editorial	Londres (Reino Unido)	Del 19 al 21 de abril	Federación de Gremios de Editores de España con la colaboración y apoyo del ICEX Tlf: 915 345 195 E-mail: comext@fge.es
Feria Internacional del Libro de Buenos Aires 2010 Sectores: industria editorial	Buenos Aires (Argentina)	Del 22 de abril al 10 de mayo	Federación de Gremios de Editores de España con la colaboración y apoyo del ICEX Tlf: 915 345 195 E-mail: comext@fge.es

OTRAS ACTIVIDADES			
KLEIN & FEIN 2010-Exposición de grandes vinos españoles en Suiza Sectores: vino	Zürich (Suiza)	22 de febrero	ICEX Tlf: 00 41 31 381 21 71 E-mail: berna.vinos@comercio.mityc.es
Cena anual de la Gran Orden de los Caballeros del Vino en Reino Unido 2010 Sectores: vino	Londres (Reino Unido)	9 de marzo	Oficina Económica y Comercial de España en Londres Tlf: +44 20 7467 2356 E-mail: mperez@comercio.mityc.es



OECD ECONOMIC OUTLOOK, N° 86, NOVIEMBRE 2009

París, OECD | www.oecd.org

La OCDE vuelve a sacar previsiones, las de otoño, y sigue dando datos sobre el avance de la economía y la salida de la crisis. Para el conjunto de los países desarrollados, la previsión es un crecimiento del 1,9% en 2010 y del 2,5% en 2011; Estados Unidos superará esas tasas en ambos años (el 2,5 y el 2,8%, respectivamente); Japón se quedará algo rezagado (1,8 y 2%, respectivamente), mientras que la zona euro tendrá una recuperación más lenta y penosa (0,9 y 1,7%, respectivamente), con España a la cola. El motivo del ritmo lento de la recuperación de la economía española son las dificultades del sector de la construcción, que mantendrá el desempleo elevado.

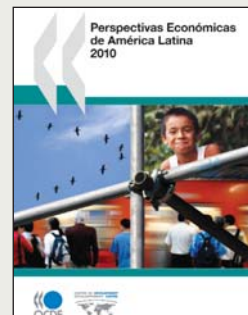
La conclusión de este nuevo informe es que los esfuerzos en política económica han servido para suavizar la dureza de la crisis e impulsar la recuperación, pero que es imprescindible ahora buscar estrategias en la forma de retirar el estímulo fiscal y monetario a la economía sin que peligre la recuperación. Esa retirada debe ser gradual y la intervención pública seguirá haciendo falta para recuperar la estabilidad macroeconómica, un crecimiento sano y un bajo desempleo ::

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE AMÉRICA LATINA 2010

OECD, 2009 | www.oecd.org

Según este último informe de la OCDE sobre América Latina, la pobreza podría crecer en la zona un 7% en 2010, ya que la verdadera dimensión del impacto de esta crisis sobre América Latina se percibe mejor en la esfera social que en la económica. En este contexto, la pobreza está volviendo a crecer en la zona: 39 millones de personas volverán a caer por debajo de los umbrales de la pobreza a raíz de la crisis, anulando el progreso realizado en el período 2003-07.

Mientras, las economías latinoamericanas se contraerán entre un 1,5 y un 1,9% a final de año antes de la recuperación en 2010. Muchos países encaran en 2010 retos importantes: menor inversión, productividad baja, dependencia excesiva de las materias primas con precios altamente volátiles y reducción del flujo de remesas enviadas por los emigrantes. El informe indica tres desafíos para América Latina: la consolidación de la apertura económica, la vigilancia de la sustentabilidad fiscal y el fortalecimiento de los apoyos a los emigrantes para convertirlos en aliados estratégicos del desarrollo ::



ANUARIO 2009: INTERNACIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

Círculo de Empresarios y Wharton School, 2009 | www.circulodeempresarios.org

Esta edición del anuario, ya la tercera, que publica el Círculo de Empresarios en colaboración con la prestigiosa Wharton School, consolida un eficaz observatorio de la evolución de nuestras empresas al servicio de un doble objetivo: tomar el pulso a su actividad en el extranjero y contribuir a que las que tengan dudas den ese paso decisivo, esencial para la supervivencia y el desarrollo de muchas de ellas.

Algunos datos ofrecidos por el anuario son:

- Si, en 2007, la economía española fue inversora neta por casi 51.000 millones de euros, en 2008, esa cuantía se había reducido a 8.040.
- El destino más importante de nuestra inversión exterior fue la Unión Europea con un 45,2%,

21 puntos menos que en 2007. En ese cambio influyó la caída en el peso relativo de la inversión en los países de la Unión Monetaria, sobre todo en Holanda y Alemania.

• Las inversiones españolas directas en participaciones en sociedades extranjeras se elevaron en 2008 a la cifra de 52.783 millones de euros, con una fuerte caída del 48% con respecto al año anterior, en el que se había registrado un récord histórico.

El anuario ha sido elaborado por un equipo integrado por María Jesús Valdemoros, directora del Departamento de Economía del Círculo de Empresarios; Mauro F. Guillén, director del Instituto Lauder de Wharton, y María Grandal Bouza, analista económico del Departamento de Economía del Círculo de Empresarios. ::

CPM Telecom implanta «mobile marketing» en EEUU



La compañía tecnológica española CPM Telecom será la encargada de comercializar los servicios de publicidad a través de tonos de llamada en el mercado estadounidense gracias al acuerdo suscrito con la firma estadounidense Ring Plus.

La telefonía móvil se ha convertido en uno de los activos más importantes para el sector del *marketing* y la comunicación publicitaria, una tendencia consolidada en los mercados internacionales. CPM Telecom será la encargada de implantar y desarrollar proyectos RBT *advertising* (tono de llamada publicitario) en el mercado estadounidense. Los servicios de *mobile marketing* prestados por la compañía suponen la distribución de contenidos mediante la transformación del tono de llamada en un mensaje con fines comerciales. La gestión de los contenidos se realiza a través de una plataforma con un sistema de geolocalización que permite la gestión de los servicios que se van a comercializar (mensajería, Internet *mobile*, etc.) y hace posible el ofrecimiento de los mismos a múltiples operadoras con el consiguiente «impacto» sobre un gran número de clientes en los distintos

mercados en los que CPM mantiene acuerdos de colaboración para Francia, Portugal, Reino Unido, Argentina, Brasil y Marruecos.

Las empresas españolas están aprovechando la creciente importancia del sector de la telefonía móvil para el desarrollo de iniciativas comerciales en el exterior. El proyecto puesto en marcha por CPM Telecom no es el único llevado a cabo en los últimos meses por una empresa española en el campo de la telefonía móvil. Recientemente, la multinacional Zed Worldwide creó una *joint-venture* en la India con el proveedor local de infraestructuras de telecomunicaciones Tanla Solutions. La operación permitirá a la firma española centrarse en el desarrollo y suministro de contenidos, aplicaciones y servicios de nueva generación para los usuarios de telefonía móvil del país asiático. Del mismo modo, Latinia, el fabricante de *software* de mensajería móvil para entidades financieras, ha anunciado su intención de convertir a Argentina en uno de los países clave para su expansión internacional, dado el potencial que representa el país latinoamericano para dicho negocio ::

Arnaiz Consultores llevan asesoramiento urbanístico a Colombia



La firma española Arnaiz, especializada en consultoría y arquitectura, ha anunciado la apertura de una oficina en Bogotá. Este proceso responde al proceso de expansión de la firma en el continente Sudamericano y a su apuesta por el país de Colombia, en el que se detectan oportunidades de negocio derivadas de la necesidad de creación de vivienda social y gestión urbanística.

La nueva oficina generará 25 puestos de trabajo para colombianos especialistas en arquitectura, ingeniería y medio ambiente.

Arnaiz se dedica a la consultoría en materia de arquitectura, urbanismo, gestión y desarrollo inmobiliario. La firma es pionera en la creación y puesta en marcha de sistemas informáticos en materia urbanística y en actividades de servicio para la Administración pública. Hasta ahora, ha llevado a cabo diversos proyectos, entre los que se encuentran planes territoriales, proyectos de urbanización y obra civil, informes ambientales y estudios de incidencia y el desarrollo de tecnologías de gestión urbanística, como la construcción de la base de datos del Registro de Planeamiento de la Comunidad de Madrid ::

Jez Sistemas Ferroviarios inaugura planta en Francia



La empresa alavesa Jez Sistemas Ferroviarios ha puesto en marcha una fábrica en Pau (Francia) para hacer frente a la demanda de cruzamientos y crecer en el mercado francés. La nueva fábrica tendrá una plantilla de 43 trabajadores y ha supuesto una inversión de 18 millones de euros.

Jez diseña y fabrica en Llodio aparatos y conexiones de vía, desvíos y cruzamientos, siendo estos dos últimos sus principales productos, ya que representan el 80% de la facturación total. La empresa, con una plantilla de 245 trabajadores, cuenta también con instalaciones en la India, donde, junto con su socio, el grupo austriaco VAE, tomó participaciones hace tres años en una fundición.

La nueva instalación, con una superficie de 25.000 m², está especializada en corazones de cruzamientos

y destinará su producción al mercado francés y a otros países europeos como Austria, Suiza, Inglaterra e Italia. Con esta fábrica, la empresa vasca prevé aumentar sus ventas en un 50% hasta alcanzar en 2010 una facturación de 68 millones de euros.

El proyecto en Francia responde a la necesidad de Jez de ampliar sus instalaciones de Llodio, que resultaban insuficientes para atender la demanda. La ubicación responde a la intención de la compañía de ganar terreno en el mercado francés y a las ayudas recibidas de las autoridades locales (un 15% de la inversión). También han tenido en cuenta el menor precio de la electricidad en el país vecino, hecho relevante en una planta que se dedica a la fundición de metal con horno eléctrico para dar forma a las piezas ferroviarias ::

Llorente & Cuenca refuerza su apuesta por el mercado latinoamericano



La firma de comunicación Llorente & Cuenca ha firmado una alianza estratégica con la empresa EDF Communications, con sede en Miami. El acuerdo alcanzado, dirigido a mejorar la capacidad de respuesta y servicio a las empresas estadounidenses interesadas en hacer negocios en América Latina, supondrá la entrada de la firma española en el mercado de EEUU.

Según el acuerdo, EDF Communications será afiliado de la red de Llorente & Cuenca y trabajará en coordinación con la compañía española en Latinoamérica para el desarrollo de negocios conjuntos. El objetivo es ganar presencia en todo el continente americano y acceder al mercado de habla hispana de los EEUU. La compañía ya registra la mitad de su facturación en Latinoamérica a través de la amplia red de oficinas propias por toda la región.

Llorente & Cuenca se convierte así en la primera compañía de consultoría de comunicación en España y Latinoamérica. En los últimos tres años, ha duplicado el crecimiento del negocio gracias a clientes como Telefónica, Repsol YPF, Barclays, SABMiller, GSK, McKinsey o Microsoft y a operaciones como la OPA de Gas Natural sobre Endesa y la posterior entrada de Enel o la adquisición, fusión y salida a Bolsa de Martinsa-Fadesa. La firma ha sido reconocida también con varios galardones nacionales e internacionales ::

Los mercados chino e indio generarán importantes oportunidades de negocio en energías renovables

China y la India se configuran como interesantes mercados para las empresas españolas cuya actividad está ligada al sector de las energías renovables, dadas las buenas expectativas de crecimiento del consumo de energía en ambos mercados, así como la necesidad que presentan para reducir las emisiones de CO₂.

De acuerdo con la información del Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente, la inversión en energías renovables, principalmente eólica, en China creció un 18% en 2008 y en la India un 12%. A pesar de que ambos países todavía cuentan con un porcentaje muy reducido en renovables (10% en el caso

de China y 3% en la India), las previsiones apuntan a un destacado crecimiento futuro. Es por ello que las empresas españolas de distintas áreas de actividad, como consultoría y generación energética, además de aquellas que importan paneles solares procedentes de China, pueden encontrar en estos mercados asiáticos interesantes oportunidades de negocio. Tanto China como la India han de hacer frente a la problemática del cambio climático y han de reducir su dependencia del carbón como fuente energética, que todavía representa un 70 y 50%, respectivamente; implementando planes de sustitución por fuentes renovables ::

Las empresas españolas fijan su atención en Latinoamérica

Un 86% de las empresas españolas del Ibex que han sido encuestadas para el tercer informe sobre el *Panorama de inversión en Latinoamérica 2010*, elaborado por Kream & Gavin Anderson y el Instituto de Empresa, manifiesta estar buscando oportunidades de negocio en Latinoamérica. Dicha búsqueda se liga principalmente a un crecimiento orgánico de las empresas que ya cuentan con presencia en esta región ante las restricciones financieras que dificul-

tan la ejecución de operaciones de adquisición. La motivación que está detrás de la orientación de sus miras hacia el mercado latinoamericano responde a las buenas expectativas de crecimiento de la región en comparación con el resto del mundo.

Dos son los países que atraen en mayor medida el interés inversor español: Brasil y México, en opinión de un 60% de las empresas encuestadas, las cuales pretenden incrementar su presencia allí en 2010. ::

Vietnam atrae a franquicias extranjeras

El mercado vietnamita, con cerca de 90 millones de consumidores y un notable crecimiento económico, ha recibido durante el presente ejercicio de 2009 a 16 franquicias extranjeras. La fórmula más seguida por éstas para entrar en el mercado asiático ha sido la de contratos de máster franquicia, mientras que los sectores más representados, el de restauración y el comercio al por menor.

En total serían en torno a 39 las franquicias extranjeras pre-

sentes en Vietnam, pertenecientes sobre todo al sector de restauración (25% del total) y a los de moda y formación (15%, cada uno).

Con todo, el número de franquicias existentes en Vietnam, que se situaría en unas 70, todavía es muy reducido si se compara con otros mercados de su región (en China, existen en torno a 1.900 franquicias; en Japón, 1.100 y, en Corea del Sur, unas 900) ::

Coyuntura de exportación favorable en el último trimestre de 2009



De acuerdo con los datos del último trimestre del año de la *Encuesta de coyuntura de exportación*, elaborada por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio; el indicador sintético de actividad exportadora continúa arrojando valores positivos y mejora en 8,4 puntos el del trimestre anterior. Estos datos positivos son generalizables para el conjunto de sectores, si bien son el químico, energético y el de automoción los que registran una evolución más favorable. Por tamaño de empresa, la mejor valoración corresponde a las empresas con exportaciones por encima de los 15 millones de euros anuales.

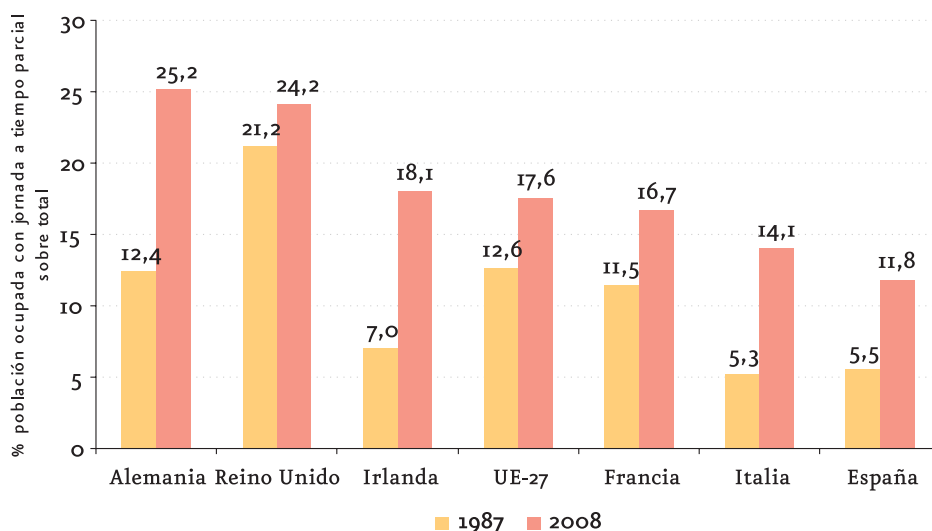
La estabilidad en los precios de exportación y en el margen de beneficio comercial de exportación son defendidas por la mayoría de las empresas encuestadas, las cuales señalan la evolución de la demanda exterior como el aspecto más favorable para su actividad exportadora, mientras que, como principales factores negativos, estarían la competencia internacional en precios y el coste de materias primas y petróleo.

En cuanto a la evolución de la cartera de pedidos de exportación, ésta también registra un comportamiento positivo en el cuarto trimestre de 2009, mejorando los resultados del trimestre anterior ::

¿Es la reducción de la jornada laboral una alternativa para frenar el ajuste de empleo?

Sara Baliña

Tasa de parcialidad



Fuente: Afi a partir de institutos de estadística nacionales.

El pasado 27 de noviembre, el Gobierno presentaba en Consejo de Ministros el anteproyecto de la Ley de Economía Sostenible. Al margen del debate que ha suscitado su propuesta, la esencia de la misma resume lo que desde hace mucho tiempo se viene reclamando en los foros económicos: la disponibilidad de una hoja de ruta de cara a replantear el modelo de crecimiento económico de nuestro país. Las reformas, que tendrán concreción a lo largo de 2010, se abordan desde una triple perspectiva: la de la sostenibilidad económica, medioambiental y social. En este último punto, el Gobierno recoge un listado de iniciativas que atañen a la modificación del mercado laboral y que serán discutidas en la Mesa del Diálogo Social. Entre ellas, cabe destacar la reforma de los mecanismos de regulación de empleo para facilitar la reducción de jornada como alternativa para evitar despidos.

El comúnmente denominado «modelo alemán» se ha traído a colación una vez constatados sus resultados: aun cuando el PIB de Alemania va a cerrar 2009

con una caída próxima al 5%, la destrucción de empleo en esta economía, desde que se inició la crisis, apenas alcanza las 150.000 personas. En España, esta cifra supera el millón de personas. La alternativa de la reducción de jornada al despido funcionó bien, pero, de introducirse, ¿lo hará en España?

Quizás pueda limitar destrucciones adicionales de empleo, sobre todo en el colectivo de asalariados indefinidos; otra cuestión es que sea una medida adecuada para facilitar la incorporación de la ocupación perdida. El momento del ciclo económico en el que se ejecuten las medidas es vital para garantizar la eficacia de sus resultados.

En todo caso, y mirando a medio plazo, el análisis comparativo de la tasa de parcialidad con otros países europeos de referencia pone de manifiesto que todavía es mucho el recorrido que tiene España para converger en estos términos. En 2008, esta tasa en España se situaba próxima al 12%, frente al 25% de Alemania o el 24% del Reino Unido ::

Resumen mensual

Esther Aragón

MÉXICO

Dentro de las últimas informaciones positivas que nos van llegando de las economías emergentes, hay que citar la aparición de México, que, aunque es verdad que su Bolsa a lo largo de 2009 está por debajo de otros países emergentes, su tercer trimestre ha vuelto a dar síntomas de recuperación y, de cara a 2010, estaremos pendientes de diferentes factores, entre ellos su dependencia de los EEUU.

En este sentido, estimamos un crecimiento del PIB entre un 1,5 y 2,5% en 2010, por debajo de la media registrada durante el último ciclo expansivo (4,0%).

David Fernández Fernández

RIESGO

La recomendación que realizamos es asumir un poco más de riesgo y ello a través de la reducción del peso de la liquidez con destino a la renta variable, la renta fija convertible, la renta fija corto plazo *investment grade*, la renta fija *high yield* y, por último, el dólar.

...Brasil, India y China suben puestos en el *asset allocation* regional. Corea del Sur y Tailandia, las regiones que más puestos ceden en el último mes. Infraponderamos Rusia, Polonia y Suráfrica.

David Cano

MATERIAS PRIMAS

El movimiento en los precios de las materias primas a lo largo del año ha sido notable. En el lado alcista, se encuentran el oro, el petróleo y la plata, entre otros; en el lado opuesto, encontramos las materias primas agrícolas (arroz, trigo, etc.). Para entender mejor las *commodities* recomendamos el estudio del índice RICI compuesto por 35 materias primas con distinta ponderación, denominado en dólares y que está formado en un 44% por energía, un 34,9% por materias primas agrícolas y un 21,2% por metales.

...el índice nació por la necesidad de disponer de un vehículo de inversión que recoja de manera global la exposición a las *commodities*.

David Fernández Fernández



TIPOS DE CAMBIO. DIVISA FRENTE AL EURO

País	Divisa	Código	22/12/2009	Hace 52 semanas	Últimas 52 semanas	
					Máximo	Mínimo
Argentina	Peso	ARS	5,42	4,77	5,77	4,38
Brasil	Real	BRL	2,54	3,33	3,45	2,52
Bulgaria	Lev	BGL	1,96	2,23	2,28	1,89
Canadá	Dólar	CAD	1,51	1,70	1,75	1,51
Chile	Peso	CLP	722,59	881,11	910,54	714,03
China	Yuan	CNY	9,72	9,54	10,34	8,52
Colombia	Peso	COP	2.928,02	3.034,03	3.425,98	2.694,60
Corea del Sur	Won	KRW	1.678,17	1.844,79	2.007,19	1.666,49
Estados Unidos	Dólar	USD	1,42	1,39	1,51	1,25
Hungría	Florín	HUF	274,65	263,57	317,28	256,68
India	Rupia	INR	66,61	66,92	71,42	61,77
Japón	Yen	JPY	130,62	125,52	139,22	112,10
Kenia	Chelín	KES	108,38	107,23	115,85	98,27
Malasia	Ringgit	MYR	4,89	4,85	5,26	4,58
Marruecos	Dirham	MAD	11,31	11,25	11,51	11,04
Nigeria	Naira	NGN	212,26	194,51	229,57	181,81
Perú	Sol	PSS	4,28	4,90	4,93	4,15
Polonia	Zloty	PLN	4,18	4,13	4,93	3,89
Reino Unido*	Libra	GBP	0,89	0,94	0,98	0,84
Rep. Checa	Corona	CZK	26,34	26,19	29,69	24,97
Rep. Sudáfrica	Rand	ZAR	11,04	13,54	13,75	10,66
Rusia	Rublo	RUB	43,55	39,61	46,98	38,81
Suiza	Franco	CHF	1,49	1,52	1,54	1,46
Venezuela	Bolívar	VEB	3.056,05	2.993,77	3.251,92	2.675,48

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

Fuente: Bloomberg.

TIPOS DE INTERÉS. DICIEMBRE 2009

	1 día	3 meses	1 año		1 día	3 meses	1 año
Área Euro	0,30	0,70	1,24	Canadá	0,28	0,50	1,44
Dinamarca	1,12	1,50	1,70	Estados Unidos	0,26	0,30	1,10
Reino Unido	0,40	0,88	2,05	Argentina	9,06	11,94	14,44
Suecia	0,33	0,47	1,15	Brasil	8,66	0,10	0,09
Suiza	0,28	0,48	0,90	Chile	0,50	6,91	2,77
				México	4,58	4,62	5,09
Chequia	0,70	1,56	2,11	Perú	1,53	0,00	7,76
Eslovaquia	n.d.	n.d.	n.d.				
Hungría	6,29	6,26	6,30	Australia	3,85	4,10	5,30
Polonia	2,55	4,25	4,50	China	1,16	1,71	2,25
Rusia	5,05	7,00	8,00	Corea*	4,956	4,55	5,31
				HongKong	0,51	0,20	0,61
Egipto	3,75	5,75	7,25	Indonesia	26,74	7,89	8,56
Sudáfrica	8,86	7,79	8,10	Japón	0,18	0,41	0,77
Turquía	7,00	7,49	9,40	Singapur	0,19	0,70	1,24

* A una semana.

Fuente: Bloomberg y Reuters.

«RATINGS» A LARGO PLAZO EN MONEDA EXTRANJERA. DICIEMBRE 2009

País	MOODY'S	S&P'S	País	MOODY'S	S&P'S
AMÉRICA LATINA Y CENTRAL			ÁFRICA Y ORIENTE PRÓXIMO		
Argentina	B3	B-	Egipto	Ba1	BB+
Brasil	Baa3	BBB-	Irán	WR	NR
Chile	A1	A+	Marruecos	Ba1	BB+
Colombia	Ba1	BBB-	Senegal	NR	B+
México	Baa1	BBB	Sudáfrica	A3	BBB+
Perú	Baa3	BBB-	Túnez	Baa2	BBB
Venezuela	B2	BB-			
EUROPA DEL ESTE			ASIA		
Bulgaria	Baa3	BBB	China	A1	A+
Rumania	Baa3	BB+	India	Baa3	BBB-
Rusia	Baa1	BBB	Indonesia	Ba2	BB-
Turquía	Ba3	BB-	Tailandia	Baa1	BBB+
			Vietnam	Ba3	BB

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

INDICADORES MACROECONÓMICOS EUROPA. DICIEMBRE 2009

	PIB ¹			Inflación ²			Tasa paro (%)			Saldo público sobre PIB ²			Balanza corriente ³		
	2008 (e)	2009 (p)	2010 (p)	2008 (e)	2009 (p)	2010 (p)	2008 (e)	2009 (p)	2010 (p)	2008 (e)	2009 (p)	2010 (p)	2008 (e)	2009 (p)	2010 (p)
UNIÓN EUROPEA 27															
Alemania	1,3	-5,0	1,4	2,6	0,3	0,9	7,8	8,3	9,6	-3,3	-94,0	-134,0	243,0	135,0	158,0
Dinamarca	-1,2	-3,6	-0,8	3,4	1,3	1,5	7,8	2,7	2,7	4,0	3,0	2,5	8,7	5,0	3,0
España	0,9	-3,7	-0,5	4,1	-0,2	1,4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-154,0	-90,0	-78,0
Francia	0,3	-2,1	1,2	2,8	0,1	1,2	7,4	9,4	10,3	-65,9	-146,0	-151,0	-64,8	-53,7	-55,1
Italia	-1,0	-5,0	0,5	3,4	0,7	1,5	6,8	8,0	9,0	-43,0	-86,0	-88,3	-78,9	-59,0	-57,5
Polonia	5,0	1,1	1,9	4,2	3,5	2,5	n.d.	n.d.	n.d.	-3,9	-5,8	-6,5	-26,9	-4,8	-9,1
Reino Unido	0,7	-4,3	1,3	3,6	2,0	2,0	2,8	4,9	6,0	60,4	187,0	186,0	-43,7	-44,8	-41,0
Rep. Checa	2,6	-4,2	1,3	6,3	1,1	1,7	n.d.	n.d.	n.d.	-1,5	-5,9	-5,5	-6,6	-3,9	-4,3
Suecia	-0,4	-4,6	2,0	3,5	-0,3	1,2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	30,0	28,0	32,5
Bulgaria	6,0	-4,8	-0,1	12,4	2,9	2,7	n.d.	n.d.	n.d.	1,5	-0,8	-0,5	-12,6	-6,5	-6,4
Rumanía	7,1	-6,9	1,0	7,8	5,4	4,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-19,4	-8,6	-8,9
Zona Euro	0,6	-3,9	1,1	3,3	0,3	1,2	7,6	9,5	10,7	-176,0	-512,0	-597,0	-149,0	-108,0	-76,8
UE-27	0,8	-4,0	0,9	3,4	0,7	1,4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-209,0	-149,0	-106,0
OTROS PAÍSES EUROPEOS															
Rusia	5,6	-7,7	3,5	13,3	9,2	8,1	n.d.	n.d.	n.d.	3,5	-7,0	-4,3	102,4	46,6	52,9
Suiza	1,8	-1,8	0,9	2,4	-0,5	0,7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	12,0	37,1	47,4
Turquía	0,9	-5,9	3,3	10,4	6,2	6,4	n.d.	n.d.	n.d.	-1,8	-6,6	-5,3	-41,6	-12,3	-19,8
Europa Este ⁴	4,2	-5,8	2,5	11,0	6,7	5,9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-61,4	-6,9	-7,3

¹ Tasa de crecimiento anual.² Miles de millones de euros (Reino Unido, miles de millones de libras).³ Miles de millones de dólares.⁴ Incluye otros países europeos (excluyendo Noruega y Suiza) y UE-10.

(p): Previsiones • (e): Estimaciones.

Fuente: Consensus Forecasts, Comisión Europea y elaboración propia.

INDICADORES MACROECONÓMICOS AMÉRICA. DICIEMBRE 2009

	PIB ¹			Inflación ²			Saldo público sobre PIB			Balanza corriente ²		
	2008 (e)	2009 (p)	2010 (p)	2008 (e)	2009 (p)	2010 (p)	2008 (e)	2009 (p)	2010 (p)	2008 (e)	2009 (p)	2010 (p)
AMÉRICA												
Argentina	6,8	-2,7	2,8	7,2	6,6	7,8	1,4	-1,2	-0,7	7,1	8,3	7,5
Bolivia	6,1	3,0	3,6	11,9	3,7	5,5	n.d.	n.d.	n.d.	2,0	0,6	0,8
Brasil	5,1	0,2	4,9	5,9	4,3	4,5	8,7	3,1	1,9	-28,2	-17,5	-35,6
Chile	3,2	-1,5	4,6	7,1	-0,8	2,8	5,2	-3,7	-1,5	-3,4	1,3	0,9
Colombia	2,4	0,1	3,0	7,7	2,9	4,1	n.d.	n.d.	n.d.	-6,7	-5,8	-5,5
México	1,3	-7,0	2,9	6,5	4,0	4,6	-0,1	-2,1	-2,6	-15,8	-12,2	-15,3
Perú	9,8	1,0	4,4	6,7	0,6	2,1	n.d.	n.d.	n.d.	-4,2	-1,6	-2,1
Venezuela	4,8	-1,5	0,6	31,9	28,1	31,4	-1,2	-5,2	-4,4	39,2	1,1	10,5
América Latina	4,2	-2,1	3,6	8,5	5,8	6,7	n.d.	n.d.	n.d.	-27,3	-36,9	-50,5
EEUU	0,4	-2,5	2,6	3,8	-0,4	1,9	n.d.	n.d.	n.d.	-706,0	-421,0	-482,0
Canadá	0,4	-2,4	2,6	2,4	0,4	1,8	n.d.	n.d.	n.d.	7,6	-31,5	-25,0

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

Fuente: Consensus Forecasts.

INDICADORES MACROECONÓMICOS ASIA/PACÍFICO. DICIEMBRE 2009

	PIB ¹			Inflación ²			Balanza corriente ²		
	2008 (e)	2009 (p)	2010 (p)	2008 (e)	2009 (p)	2010 (p)	2008 (e)	2009 (p)	2010 (p)
ASIA/PACÍFICO									
China	9,0	8,5	9,6	5,9	-0,6	2,6	426,1	290,6	305,4
India	6,7	6,1	7,6	9,0	9,2	6,9	-29,8	-14,9	-21,4
Japón	-0,7	-5,7	1,4	1,4	-1,2	-0,9	158,7	143,1	178,2
Corea del Sur	2,2	-0,2	4,5	4,7	2,8	2,9	-6,4	39,0	20,2
Asia/Pacífico	3,8	1,1	5,1	4,6	0,7	1,9	594,6	539,4	542,5

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

Fuente: Consensus Forecasts.

COMERCIO EXTERIOR POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. ENERO-OCTUBRE 2009

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 09/08	Millones euros	% total	% 09/08	Millones euros
ANDALUCÍA	11.691,2	9,0	-18,3	14.738,4	8,6	-37,1	-3.047,2
ARAGÓN	5.817,0	4,5	-21,7	4.991,4	2,9	-27,5	825,6
ASTURIAS	2.027,9	1,6	-25,3	2.207,8	1,3	-45,2	-179,9
BALEARES	1.045,9	0,8	-12,5	1.157,5	0,7	-26,2	-111,5
COMUNIDAD VALENCIANA	13.238,2	10,1	-19,1	13.283,3	7,7	-33,4	-45,1
CANARIAS	1.254,1	1,0	-36,9	2.924,3	1,7	-38,9	-1.670,3
CANTABRIA	1.536,2	1,2	-26,4	1.206,2	0,7	-47,6	330,0
CASTILLA-LA MANCHA	2.394,7	1,8	-9,1	3.763,7	2,2	-35,4	-1.369,1
CASTILLA Y LEÓN	7.717,7	5,9	-7,4	6.442,5	3,8	-15,4	1.275,2
CATALUÑA	34.061,2	26,1	-20,6	48.415,1	28,2	-26,2	-14.353,9
CEUTA	0,1	0,0	-94,5	200,8	0,1	-23,3	-200,6
EXTREMADURA	1.003,1	0,8	-2,6	742,3	0,4	-38,0	260,8
GALICIA	11.573,7	8,9	-14,4	10.508,2	6,1	-20,7	1.065,6
MADRID	15.874,6	12,2	-12,5	40.848,8	23,8	-19,9	-24.974,2
MELILLA	6,5	0,0	-13,4	120,3	0,1	-5,2	-113,8
MURCIA	3.444,4	2,6	-9,1	5.370,1	3,1	-41,4	-1.925,7
NAVARRA	4.531,3	3,5	-18,2	2.960,5	1,7	-32,0	1.570,8
PAÍS VASCO	12.017,3	9,2	-30,1	10.116,6	5,9	-44,7	1.900,6
LA RIOJA	976,5	0,7	-8,9	650,3	0,4	-18,1	326,2
SIN DETERMINAR	313,5	0,2	-39,7	1.132,8	0,7	-23,9	-819,3
TOTAL	130.525,1	100,0	-18,8	171.780,9	100,0	-29,0	-41.255,9

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

COMERCIO EXTERIOR POR SECTORES ECONÓMICOS. ENERO-OCTUBRE 2009

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 09/08	Millones euros	% total	% 09/08	Millones euros
Alimentos	20.316,5	15,6	-7,5	19.036,3	11,1	-12,8	1.280,2
Productos energéticos	5.956,0	4,6	-42,4	27.849,4	16,2	-43,7	-21.893,4
Materias primas	2.511,4	1,9	-20,9	4.518,5	2,6	-48,0	-2.007,1
Semimanufacturas no químicas	14.843,5	11,4	-30,3	11.764,7	6,8	-43,2	3.078,8
Productos químicos	19.080,7	14,6	-11,8	26.897,0	15,7	-9,1	-7.816,2
Bienes de equipo	26.569,8	20,4	-18,5	35.360,3	20,6	-33,5	-8.790,5
Sector automóvil	22.816,8	17,5	-20,3	21.645,6	12,6	-26,0	1.171,2
Bienes de consumo duradero	2.727,8	2,1	-37,0	5.331,6	3,1	-18,7	-2.603,9
Manufacturas de consumo	12.210,0	9,4	-7,0	18.778,2	10,9	-13,4	-6.568,2
Otras mercancías	3.492,6	2,7	-4,5	599,4	0,3	-38,5	2.893,2
TOTAL	130.525,1	100,0	-18,8	171.780,9	100,0	-29,0	-41.255,9

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

INTERCAMBIOS COMERCIALES DE ESPAÑA POR ÁREAS GEOGRÁFICAS. ENERO-OCTUBRE 2009

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Mill. euros	% total	% og/o8	Mill. euros	% total	% og/o8	Mill. euros
UNIÓN EUROPEA (1)	90.298,3	69,2	-19,0	100.185,2	58,3	-24,2	-9.887,0
ZONA EURO	74.448,9	57,0	-16,7	82.804,7	48,2	-25,2	-8.355,8
Francia	25.169,3	19,3	-15,2	20.760,0	12,1	-21,5	4.409,3
Bélgica	3.622,0	2,8	-25,9	4.504,8	2,6	-26,8	-882,7
Luxemburgo	167,0	0,1	-18,6	198,8	0,1	-45,3	-31,8
Países Bajos	3.831,5	2,9	-22,8	7.231,8	4,2	-22,8	-3.400,3
Alemania	14.655,2	11,2	-13,8	25.241,5	14,7	-26,2	-10.586,3
Italia	10.791,1	8,3	-17,4	12.146,0	7,1	-34,1	-1.354,9
Irlanda	470,0	0,4	-37,8	3.293,7	1,9	2,2	-2.823,7
Portugal	11.876,2	9,1	-14,5	5.877,4	3,4	-25,3	5.998,8
Austria	1.111,0	0,9	-9,1	1.403,0	0,8	-31,5	-292,0
Finlandia	368,7	0,3	-24,2	921,6	0,5	-46,7	-552,9
Grecia	1.472,8	1,1	-26,1	261,2	0,2	-25,3	1.211,6
Eslovenia	292,2	0,2	-25,6	149,0	0,1	-36,3	143,1
Malta	143,5	0,1	41,0	55,7	0,0	-2,3	87,7
Chipre	146,8	0,1	-47,7	6,8	0,0	-81,2	140,0
Eslovaquia	331,7	0,3	-18,1	753,5	0,6	-10,8	-421,8
RESTO UE	15.849,4	12,1	-28,3	17.380,6	10,1	-19,2	-1.531,2
Reino Unido	8.230,7	6,3	-28,9	8.068,4	4,7	-24,0	162,3
Dinamarca	730,1	0,6	-37,6	1.476,8	0,9	-10,6	-746,7
Suecia	1.006,9	0,8	-29,5	1.714,5	1,0	-30,3	-707,5
Estonia	54,5	0,0	-38,0	64,3	0,0	63,6	-9,9
Letonia	64,1	0,0	-31,5	52,0	0,0	-79,2	12,1
Lituania	129,3	0,1	-48,9	148,2	0,1	-60,9	-18,9
Polonia	2.032,7	1,6	-9,8	1.918,4	1,5	-15,7	114,3
República Checa	1.047,7	0,8	-14,0	1.350,0	1,0	-13,6	-302,3
Hungría	637,0	0,5	-32,2	1.308,0	1,0	-8,0	-671,0
Bulgaria	256,6	0,2	0,3	263,6	0,2	13,2	-7,0
Rumanía	555,4	0,4	-41,2	632,0	0,4	-1,9	-76,6
RESTO EUROPA	8.215,1	6,3	-24,1	10.768,3	6,3	-36,6	-2.553,3
Suiza	2.188,6	1,7	3,3	2.286,3	1,3	-4,6	-97,8
Noruega	709,0	0,5	-20,4	1.489,1	0,9	-0,1	-780,0
Turquía	2.133,5	1,6	-19,8	2.172,2	1,3	-30,7	-38,7
Rusia	1.188,2	0,9	-52,2	3.841,9	2,2	-44,7	-2.653,7
Croacia	163,0	0,1	-34,3	40,8	0,0	-16,4	122,2
AMÉRICA DEL NORTE	5.484,4	4,2	-22,0	7.759,6	4,5	-27,2	-2.275,3
EEUU	4.851,3	3,7	-23,3	7.124,4	4,1	-24,3	-2.273,1
Canadá	632,9	0,5	-10,4	633,7	0,4	-49,4	-0,8
AMÉRICA LATINA	6.104,3	4,7	-19,2	7.642,4	4,4	-38,2	-1.538,1
Argentina	489,4	0,4	-15,1	1.142,0	0,7	-45,9	-652,6
Brasil	1.054,3	0,8	-22,9	1.881,4	1,1	-31,2	-827,2
México	1.986,9	1,5	-17,1	1.465,5	0,9	-50,5	521,4
RESTO DE AMÉRICA	239,3	0,2	-0,1	1.208,9	0,7	8,7	-969,5
ASIA	8.869,7	6,8	-13,7	29.976,2	17,5	-33,5	-21.106,5
Japón	998,6	0,8	-18,6	2.546,3	1,5	-41,8	-1.547,7
China	1.606,8	1,2	-13,5	11.867,1	6,9	-30,9	-10.260,3
Hong-Kong	419,1	0,3	-13,8	241,4	0,1	-38,1	177,6
Corea del Sur	476,0	0,4	0,4	1.511,7	0,9	-33,0	-1.035,8
India	653,3	0,5	-0,2	1.510,9	0,9	-24,9	-857,6
Oriente Medio	3.260,4	2,5	-14,5	6.277,8	3,7	-39,6	-3.017,4
ÁFRICA	7.716,7	5,9	-7,3	13.711,0	8,0	-39,1	-5.994,3
Marruecos	2.562,2	2,0	-16,8	1.987,1	1,2	-17,7	575,1
Argelia	1.801,7	1,4	8,1	3.170,1	1,8	-41,2	-1.368,4
Nigeria	187,5	0,1	-0,5	2.240,6	1,3	-42,2	-2.053,1
Sudáfrica	446,4	0,3	-21,6	709,5	0,4	-47,3	-263,1
OCEANÍA	786,4	0,6	-24,5	528,1	0,3	-47,2	258,3
SIN DETERMINAR	2.811,0	2,2	-30,4	1,2	0,0	---	2.809,8
TOTAL MUNDIAL	130.525,1	100,0	-18,8	171.780,9	100,0	-29,0	-41.255,9
Pro memoria:							
TOTAL NO UE	40.226,8	30,8	-18,5	71.595,7	41,7	-34,7	-31.368,9
TOTAL NO ZONA EURO	56.076,2	43,0	-21,5	88.976,3	51,8	-32,2	-32.900,1
OCDE	103.398,8	79,2	-18,5	118.589,0	69,0	-25,2	-15.190,3
NAFTA	7.711,1	5,7	-20,7	9.223,6	5,4	-32,3	-1.752,6
MERCOSUR	1.637,7	1,3	-20,2	3.169,4	1,8	-38,4	-1.531,7
OPEP	5.432,6	4,2	-6,6	15.418,0	9,0	-39,2	-9.985,5

(1) El total de la UE es mayor que la suma de los EE.MM., porque incluye operaciones de «avituallamiento intracomunitario» y de «pesca en altura en otro estado comunitario».

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



«Los correspondientes a España ponen de manifiesto una mayor contracción en las entradas que en las salidas»

Frenazo en la inversión

Ya lo habíamos comentado: la crisis global que seguimos sufriendo provocaría una cierta inflexión en el ritmo de crecimiento de los intercambios comerciales y financieros internacionales, una «vuelta a casa» más o menos duradera de las empresas, que se podría llegar a traducir en una severa contracción de los flujos internacionales de capital. Así ha sido. Se han caído todos los flujos; desde luego los asociados a la financiación bancaria internacional, pero también los que constituyen «el colesterol bueno» de los movimientos de capital: los flujos de inversión directa en el extranjero (IDE). Recordemos que las empresas que llevan a cabo estas inversiones tienen vocación de control de las empresas donde se materializan, al tiempo que incorporan no sólo aportaciones financieras, sino tecnológicas y de gestión allí donde acuden.

Fusiones y adquisiciones internacionales en todo el mundo



Fuente: Dealogic y OCDE.

El colapso lo están anticipando tanto la UNCTAD como hace unos días la OCDE. Es precisamente en el seno de este grupo de economías avanzadas donde las caídas son más pronunciadas tanto en los flujos de salida como en los de entrada: en la primera mitad de este año, las cantidades totales estuvieron más de un 40% por debajo de las correspondientes a 2008.

Los correspondientes a España ponen de manifiesto una mayor contracción en

las entradas que en las salidas. Las inversiones extranjeras en España alcanzaron en la primera mitad de este año 17.000 millones de dólares, frente a los 51.000 registradas en el primer semestre de 2008. Las inversiones directas en el extranjero realizadas desde España cayeron estos primeros seis meses de 2009 hasta 18.000 millones de dólares, mientras que, en el mismo período del año pasado, fueron de 39.000 millones de dólares.

La razón principal de ese desplome en esos flujos internacionales de capital es el correspondiente a las operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A, en sus iniciales en inglés: *mergers & acquisitions*) entre empresas de distintos países. Han caído más de un 60% sólo en el seno de ese club de economías avanzadas que es la OCDE: desde más de un billón (de los nuestros) de dólares el pasado año a unos 454.000 millones el presente, contados por la OCDE hasta el pasado 26 de noviembre. También han sufrido una importante contracción, superior al 40%, las operaciones de esa naturaleza realizadas entre empresas de economías emergentes que venían creciendo de forma muy destacada en los últimos años.

Afortunadamente, a medida que pasan las semanas, las señales de recuperación del volumen de comercio internacional son más claras y esto es quizá el mejor de los anticipos de que, en ausencia de recaídas en el crecimiento de las economías grandes, los flujos de IDE acabarán despegando. Pero es verdad que no de forma particularmente pronunciada: el estado de la economía global sigue percibiéndose algo vulnerable y, en consecuencia, aconseja que los inversores mantengan la prudencia en decisiones que, normalmente, disponen de una envergadura importante. No en vano, esos flujos de IED normalmente materializan las decisiones de crecimiento externo estratégicamente más importantes de las que llevan a cabo las empresas ::

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